

# Reputatieschade als handhavingsinstrument

Nederlandse beursgenoteerde bedrijven die de Mededingingswet hebben overtreden, worden niet alleen gestraft door de toezichthouder, maar ook door de aandelenmarkt. Gemiddeld verliezen bedrijven 2,3 procent van hun marktwaarde, ofwel 4,3 miljard euro. Reputatieschade is goed voor een derde van dit verlies en zorgt daarmee voor een belangrijk handhavingseffect.

**D**e financiële waarde van reputatie, die doorgaans wordt uitgedrukt als het oordeel van het publiek over de betrouwbaarheid van een persoon of onderneming op de lange termijn (Posner, 2000), is de belangrijkste factor om schandalen die tot reputatieverlies leiden te voorkomen. Voor de Verenigde Staten vinden Karpoff *et al.* (2008) dat frauderende beursgenoteerde bedrijven zwaarder gestraft worden door de financiële markten in de vorm van een lagere koers dan door juridische straffen van toezichthouders, en tot wel 7,5 keer de hoogte van de opgelegde boetes. Uit dit onderzoek wordt duidelijk dat de juridische straffen van de overheid in het niet vallen bij de reputatieschade in de vorm van het verlies van koerswaarde van het aandeel van een bedrijf. Het bestaan van dit reputatie-effect is dus ook van belang voor het mededingingstoezicht. Volgens de economische theorie wegen bedrijven die voornemens zijn een kartel te vormen de verwachte opbrengsten of kartelwinsten af tegen de verwachte kosten: de pakkans maal de boete. Er wordt vaak gesuggereerd dat boetes niet toereikend zouden zijn om in deze vergelijking bedrijven af te schrikken. Echter, een kartel kost een onderneming nog veel meer dan de boete alleen; het kost haar ook een deel van haar reputatie. Reputatie wordt onder andere opgebouwd dan wel afgebroken door positieve of negatieve berichtgeving in de media. Een overtreding van de Mededingingswet kan gezien worden als een negatief bericht en zal veelal leiden tot reputatieverlies.

In de literatuur is tot op heden weinig bekend over het bestaan en de grootte van reputatieverlies als gevolg van kartelvorming of andere vormen van regelovertredingen, zoals boekhoudfraude of milieuovertredingen. Met de analyse hier wordt de financiële waarde van de reputatieschade voor alle Nederlandse beursgenoteerde bedrijven die de Mededingingswet hebben overtreden door het vormen van een kartel in de jaren 1998 tot en met 2008 nader geïdentificeerd en gekwantificeerd. De gehanteerde steekproef bestaat uit Nederlandse

bedrijven die zijn opgenomen in de kartelbesluiten van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) en van de Europese Commissie (EC) die betrekking hebben op Nederlandse kartels en die geleid hebben tot een boete in de jaren 1998 tot en met 2008. Het betreft 25 NMa-besluiten, waar elf beursgenoteerde bedrijven bij betrokken waren en twee EC-besluiten waar vijf Nederlandse beursgenoteerde bedrijven bij betrokken waren.

## Effect mededingingsrechtelijke onderzoeken

In de literatuur is het effect van mededingingsrechtelijke onderzoeken op de marktwaarde van ondernemingen al meerdere malen onderzocht (Bosch en Eckard, 1991; Garbade *et al.*, 1982; Langus en Motta, 2007). Immers, wanneer de financiële markt er lucht van krijgt dat een bedrijf onderworpen is aan een mededingingsrechtelijk onderzoek, veranderen de percepties in de markt op de vooruitzichten van dat bedrijf. De verwachting van een lagere winstgevendheid in de toekomst, waar kans op is vanwege het betalen van een boete en het verlies van kartelwinsten, heeft een negatieve invloed op de vraag naar aandelen en zal daarmee leiden tot een lagere marktwaarde van het bedrijf. Hoe groot het effect van een dergelijk mededingingsrechtelijk onderzoek is op de marktwaarde van de betrokken bedrijven, kan worden onderzocht met behulp van *event-studies* (MacKinlay, 1997). Gedurende een mededingingsrechtelijk onderzoek kunnen doorgaans twee gebeurtenissen worden onderscheiden: ten eerste, het moment waarop bekend wordt dat een onderzoek is gestart, dit is meestal het bedrijfsbezoek of een inval en, ten tweede, het besluit van de mededingingsautoriteit. Het effect van een gebeurtenis op de aandelenprijs wordt uitgedrukt door het abnormale rendement. Dit is het feitelijke gerealiseerde rendement van het aandeel minus het rendement dat zou zijn gerealiseerd indien de gebeurtenis niet had plaatsgehad. Dit kan worden berekend met behulp van het marktmodel: een statistisch model dat de rendementen van een aandeel relateert aan de rendementen van de markt als geheel. Deze relatie wordt geschat voor de periode van 171 tot 21 dagen voor de gebeurtenis. Er wordt daarbij van uitgegaan dat de gebeurtenis deze periode niet heeft beïnvloed. Vervolgens wordt deze relatie gebruikt om een schatting te maken van het abnormale rendement. Om het effect van eventuele handel met voorkennis of een trage marktreactie zichtbaar te maken in het abnormale rendement,

---

**STIJN VAN DEN BROEK**  
Medewerker bij de Nederlandse Mededingingsautoriteit

---

**RON G.M. KEMP**  
Medewerker bij de Nederlandse Mededingingsautoriteit

---

**WILLEM F.C. VERSCHOOR**  
Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

---

**ANNE-CLAIRE DE VRIES**  
Medewerker bij de Nederlandse Mededingingsautoriteit

worden de abnormale rendementen gedurende een periode van elf dagen, vijf dagen voor en vijf dagen na de gebeurtenis, gepresenteerd. Tabel 1 geeft de gemiddelde abnormale rendementen weer voor de bedrijven uit de gebruikte steekproef wanneer de eerste aankondiging van het onderzoek, de inval, als gebeurtenis is opgenomen. Uit de tabel blijkt dat op de dag van aankondiging en de twee dagen erna een negatieve en significante daling van de koers te zien is. Wanneer het cumulatieve rendement over deze drie significante dagen wordt genomen, dan daalt de totale marktwaarde van een bedrijf met gemiddeld 2,3 procent. Daarna volgt het rendement de algemene marktontwikkeling: er is geen abnormaal rendement meer. Het berekende effect is vergelijkbaar met recent onderzoek op Europees niveau (Langus en Motta, 2007). De resultaten worden ondersteund door de uitkomst van de tekentest, wat impliceert dat de meerderheid van de observaties negatief is. Dit toont aan dat gemiddeld gezien de financiële markt de aankondiging van een mededingingsrechtelijk onderzoek beschouwt als significante en negatieve informatie. Wanneer daarentegen het besluit als gebeurtenis wordt genomen, worden enkel niet significante resultaten verkregen. Dit is niet verrassend aangezien verwacht kan worden dat in een efficiënt werkende financiële markt de verwachte uitkomst van het besluit al eerder in de waardebepaling van het bedrijf is opgenomen. Slechts bij een zeer verrassende, onverwachte uitkomst van een besluit zouden er significante koersschommelingen te zien moeten zijn.

### Oorzaken daling marktwaarde

Gemiddeld verloren de aandelen van de bedrijven in de steekproef 2,3 procent van hun marktwaarde op het moment dat het mededingingsrechtelijk onderzoek bekend werd gemaakt. Dit komt overeen met een verlies van totaal 4,3 miljard euro, met een gemiddelde van 148 miljoen euro per bedrijf. Het is nu de uitdaging om specifieke factoren die van invloed zijn op de marktwaarde en hun relatieve effect te isoleren. In de literatuur (Langus en Motta, 2007) worden drie oorzaken onderscheiden indien de aanpassing van de marktwaarde gerelateerd is aan een kartelvermoeden: een boete-effect, een aanpassings- of verlorenwinsteffect en een reputatie-effect. Een mededingingsrechtelijk onderzoek wordt alleen gestart wanneer sprake is van een serieus vermoeden van een overtreding. De markt zal daardoor verwachten dat er sancties zullen volgen en haar verwachtingen hierop aanpassen. De verwachting van een boete verlaagt de huidige waarde van de toekomstige winststromen: de boete moet immers betaald worden uit de winsten. Dit zal dus een nega-

## Hogere kosten of lagere omzetten worden verwacht wanneer ontdekt wordt dat de bedrijven hun investeerders, leveranciers, werknemers of consumenten hebben bedrogen

tief effect hebben op de waarde van een bedrijf. Het boete-effect kan eenvoudig worden benaderd door alle boetes die zijn opgelegd aan de in deze steekproef opgenomen bedrijven samen te voegen. Dit totaal bedraagt ruim vijfhonderd miljoen euro. Het kwantificeren van het aanpassings- of verlorenwinsteffect is minder eenduidig. Met dit effect wordt de daling in de waarde van het bedrijf bedoeld, doordat het winstniveau zakt naar het niveau zonder kartelwinsten. De kartelwinst is geschat met behulp van de bij de kartel betrokken of besmette omzet en de kartelprijsopslag, aan de hand van interne berekeningen van de NMa, de parlementaire enquête van de bouwfraude (Tweede Kamer, 2002; Connor, 2006). Om de impact van het verlies van deze jaarlijkse kartelwinsten op de marktwaarde van de bedrijven te schatten, worden deze winsten vervolgens vermenigvuldigd met de relevante koerswinstratio twee dagen voor de gebeurtenis. Het totale aanpassingseffect bedraagt ruim 2,3 miljard euro. Onder dezelfde rationaliteits-

assumptie zijn de bedragen van het boete- en aanpassingseffect schattingen van de verwachting die de markt heeft door de nieuw vrijgekomen informatie. Onder dezelfde assumptie reflecteert het overige nog onverklaarde deel van het totale waardeverlies de verwachting van de markt van additionele winstdalingen door verlies aan reputatie. Reputatie beïnvloedt het operationele resultaat en daarmee de winstgevendheid. Hogere kosten of lagere omzetten worden verwacht wanneer ontdekt wordt dat de bedrijven hun investeerders, leveranciers, werknemers of consumenten hebben bedrogen. Dit wordt veroorzaakt doordat deze partijen stoppen met zaken doen of de handelsvoorwaarden waaronder zij zaken doen met dit bedrijf aanpassen. Mogelijk speelt ook mee dat binnen de mededingingspraktijk recidieven in eventuele toekomstige zaken zwaarder worden gestraft. In tabel 2 wordt de berekening van het reputatie-effect weergegeven. Het boete-effect verklaart twaalf procent van de totale waardevermindering en is daarmee in lijn met de resultaten van Karpoff *et al.* (2008). Iets meer dan de helft, 55 procent van de waardedaling, is toe te schrijven aan het wegvallen van de kartelwinst in de toekomstige winststromen, hetgeen bijna vijf keer zo groot is als het boete-effect. Dit lijkt een indicatie dat de boete relatief laag is

Tabel 1

De gemiddelde abnormale rendementen gedurende de tien dagen rondom de eerste aankondiging van een mededingingsrechtelijk onderzoek (t = 0).

Dagen tot of vanaf gebeurtenis	Gemiddelde abnormale rendement (in procenten)	T-waarde voor gemiddelde abnormale rendement	Cumulatief gemiddelde abnormale rendement (in procenten)	Percentage negatieve beurswaarde	Wilcoxon tekentest (ZQ)
-5	0,31	0,85	0,31	39	-1,22
-4	-0,19	-0,54	0,11	48	-0,17
-3	0,34	0,94	0,45	52	0,17
-2	-0,08	-0,22	0,37	55	0,52
-1	0,03	0,08	0,40	55	0,52
0	-0,82	-2,29**	-0,42	67	1,91**
1	-0,99	-2,76***	-1,41	73	2,61***
2	-0,50	-1,39*	-1,91	61	1,22
3	0,34	0,96	-1,56	55	0,52
4	-0,24	-0,68	-1,81	58	0,87
5	-0,21	-0,58	-2,02	64	1,57*
Periode 0-2	-2,3	-3,71***		67	3,32***

\* Significant op tienprocent-niveau; \*\* significant op vijfprocent-niveau; \*\*\* significant op éénprocent-niveau.

Tabel 2

## Berekening van het reputatie-effect (in miljoen euro).

	Totaal	Gemiddeld	Percentage
<b>Totale waardeverlies</b>	<b>4.290</b>	<b>147</b>	<b>100</b>
<b>Totale boete-effect</b>	<b>500</b>	<b>17</b>	<b>12</b>
<b>Totale verlorenwinsteffect</b>	<b>2.356</b>	<b>81</b>	<b>55</b>
<b>Totale reputatie-effect</b>	<b>1.433</b>	<b>49</b>	<b>33</b>

ten opzichte van de verwachte winsten. Het voordeel komt echter wel direct ten goede aan de afnemers. Een derde van de totale waardedaling, een bedrag van ruim 1,4 miljard euro, valt toe te schrijven aan reputatieverlies. Bedrijven moeten bij hun afweging om al dan niet een kartel te vormen dus rekening houden met aanverwante kosten die bijna vier keer zo hoog zijn als de ingeschatte boete. Gesteld moet worden dat de grootte van het reputatie-effect in het onderzoek in belangrijke mate afhankelijk is van de grootte van het verlorenwinsteffect. Dit verlorenwinsteffect wordt bepaald door de kartelprijsopslag. Ter aanvulling op het uitgevoerde onderzoek zijn in een gevoeligheidsanalyse de gehanteerde prijsopslagen met 25 procent verhoogd en verlaagd. Dit leidt tot een reputatie-effect dat afgerond ligt tussen de een en twee miljard euro, ofwel tussen de 22 en 45 procent van de totale waardedaling. Het reputatie-effect is dus ook in het negatieve scenario nog steeds prominent aanwezig.

## Conclusie

De effectiviteit van het mededingingstoezicht wordt vaak ter discussie gesteld. Het afschrikkingeffect van het opsporen en beboeten van kartels zou gering zijn, daar de verwachte kartelwinsten groter zouden zijn dan de verwachte boete maal pakkans. Deze relatie ligt iets genuanceerder, bedrijven worden immers niet alleen gestraft door de toezichthouder, maar vooral ook door de markt. De verwachte kosten van een kartel zijn dus niet de boete maal pakkans maar de som van boete en reputatieschade maal de pakkans. Gemiddeld verliezen bedrijven 2,3 procent van hun marktwaarde op het moment dat een mededingingsrechtelijk onderzoek bekend wordt gemaakt. Dit is een aanzienlijke waardedaling waar de aandeelhouders dus mee te maken krijgen bij een mogelijke overtreding van de Mededingingswet. Van deze waardedaling is ruim een derde toe te schrijven aan het reputatie-effect. Dit financiële aspect moet voor de aandeelhouders, naast de ondertekening van de code-Tabaksblad over corporate governance en eventuele compliance-programma's, een grote stimulans zijn om de managers en de Raad van Commissarissen te instrueren de Mededingingswet strikt na te leven. Het niet naleven ervan heeft grote financiële gevolgen die verder gaan dan de directe boetes.

Het huidige onderzoek heeft betrekking op beursgenoteerde bedrijven. Echter, verwacht kan worden dat niet-beursgenoteerde bedrijven een vergelijkbare afweging zouden moeten maken, want de mechanismen werken hetzelfde. Ook de afnemers, leveranciers en investeerders van deze niet-beursgenoteerde bedrijven zullen zich anders opstellen na het niet naleven van de Mededingingswet door een dergelijk bedrijf. Dit zal resulteren in hogere kosten of lagere omzetten en dit zal de winstgevendheid aantasten.

Door de identificatie van het reputatie-effect en de kwantificering van de financiële waarde daarvan draagt dit onderzoek bij aan het vermijden van mededingingsbeperkende praktijken. Reacties op de financiële markt op een overtreding van de Mededingingswet hebben door middel van het reputatie-effect een belangrijk handhavingseffect. Benadrukt moet echter worden dat het reputatie-effect alleen een gedragsverandering van bedrijven teweeg brengt als ze zich bewust zijn van het bestaan en de grootte van dit effect. Toezichthouders moeten dit effect dan ook actief naar bedrijven uitdragen, zowel naar het management en de commissarissen als naar de aandeelhouder. Verder dragen de uitkomsten bij aan het debat over de hoogte van de optimale boete. Tot op heden worden bij pogingen om de optimale hoogte van de boete te berekenen

slechts de boete en de pakkans afgewogen tegen de kartelwinsten. Echter, ook het reputatie-effect zou moeten worden meegenomen in deze vergelijking.

## LITERATUUR

- Bosch, J.-C. en E.W. Eckard (1991) The probability of price fixing: evidence from stock market reaction to federal indictments. *The Review of Economics and Statistics*, 73(2), 309–317.
- Connor, J.M. (2006) The size of cartel overcharges: implications for US and EU fining policies. *Antitrust Bulletin*, 51(4), 983–1022.
- Garbade, K.D., W.L. Silber en L.J. White (1982) Market reaction to the filing of antitrust suits: An aggregate and cross-sectional analysis. *The Review of Economics and Statistics*, 64(4), 686–691.
- Karpoff, J.M., D.S. Lee en G.S. Martin (2008) The cost of firms of cooking the books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(3), 581–611.
- Langus, G. en M. Motta (2007) The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation. *Centre for Economic Policy Research Discussion paper*, 6176.
- MacKinlay, A.C. (1997) Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Posner, E.A. (2000) *Law and social norms*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Tweede Kamer (2002) *Enquête bouwrijverheid*. 28244(6).