



SAMKEPPNISEFTIRLITIÐ

Miðvikudagur, 6. mars, 2019

Ákvörðun nr. 5/2019

Samruni Kvikubanka hf. og Gamma Capital Management hf.

SAMANTEKT

Með ákvörðun þessari hefur Samkeppniseftirlitið lagt mat á samruna Kvikubanka hf. („Kvika“) og Gamma Capital Management hf. („Gamma“) í samræmi við ákvæði 17. gr. samkeppnislaga.

Kvika hefur starfsleyfi sem viðskiptabanki en megináhersla bankans er á eignastýringu og fjárfestingarbankastarfsemi (þ.e. markaðsviðskipti, fyrirtækjaráðgjöf og lánastarfsemi). Gamma er rekstrarfélag verðbréfasjóða í skilningi laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Starfsemi Gamma einkorðast að mestu við eignastýringu en einnig sinnir félagið fyrirtækjaráðgjöf.

Með hliðsjón af rekstrarstarfsemi samrunaaðila tekur samruni þessi nær eingöngu til eignastýringar þar sem umsvif Gamma á öðrum sviðum fjármálaþjónustu sem Kvika býður einnig upp á, eru afar lítil.

Að undangenginni rannsókn er niðurstaða Samkeppniseftirlitsins sú að ekki séu fyrir hendi vísbendingar um að samruninn leiði til myndunar eða styrkingar markaðsráðandi stöðu samrunaaðila á neinum markaði. Jafnframt verður ekki séð að samkeppni á mörkuðum raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti.

Að því er varðar markað fyrir stýringu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða (sem standa almenningi til boða) hefur m.a. verið litið til þess að um er að ræða samruna tveggja tiltölulega smárra aðila á markaðnum og samþjöppun markaðshlutdeildar eykst tiltölulega lítið. Hvað varðar markað fyrir stýringu sjóða fyrir fagfjárfesta, þá búa samrunaaðilar m.a. við öflugan samkeppni frá stóru viðskiptaböndkunum þremur, kaupendaaðhald almennra lífeyrissjóða og annarra fjársterkra aðila, auk þess sem allnokkur fjöldi smærri fyrirtækja býður upp á stýringu fyrir fagfjárfesta. Þá hefur það þýðingu í þessu sambandi að stóru viðskiptabankarnir þrír eru hver um sig miklum mun stærri en sameinað félag samrunaaðila og njóta því mun meiri fjárhagslegs styrkleika heldur en hið sameinaða félag.

Niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að öllu samanlögðu er sú að samruni þessi gefi ekki tilefni til íhlutunar.



Efnisyfirlit

| | |
|---|----|
| I. Málavextir og málsmeðferð | 3 |
| II. Samruninn | 3 |
| III. Niðurstaða | 5 |
| 1. Skilgreining þeirra markaða sem samruninn lýtur að..... | 6 |
| 1.1 Almenn um markaðsskilgreiningu í samkeppnisrétti | 6 |
| 1.2 Starfsemi samrunaaðila þar sem skörun er fyrir hendi | 7 |
| 1.3 Markaður fyrir fyrirtækjaráðgjöf | 7 |
| 1.4 Eignastýringarmarkaður | 8 |
| 1.4.1 Aðgreining eftir viðskiptamannahópum | 10 |
| 1.4.2 Möguleg aðgreining eftir fjárfestingarstefnu | 11 |
| 1.4.3 Aðgreining eftir eðli sparnaðar | 12 |
| 1.4.4 Möguleg aðgreining eftir umgjörð stýringar og umboði til ákvarðana | 13 |
| 1.4.5 Vöru- og þjónustumarkaður málsins | 14 |
| 1.4.6 Landfræðilegur markaður málsins | 14 |
| 2. Markaðshlutdeild í eignastýringu | 16 |
| 3. Niðurstaða um samkeppnisleg áhrif samrunans | 20 |
| 3.1 Áhrif á markað fyrir eignastýringu | 20 |
| 3.1.1 Stýring verðbr.- og fjárf.sjóða og sérgreind stýring fyrir einstaklinga | 20 |
| 3.1.2 Stýring sjóða, (samlags)hlutafélaga og verðbréfasafna fyrir fagfesta | 22 |
| 3.1.3 Eignastýringarmarkaðurinn í heild | 24 |
| 3.2 Markaðir sem fjárfestingar sjóða í stýringu samrunaaðila beinast að | 25 |
| 3.3 Áhrif á markað fyrir fyrirtækjaráðgjöf..... | 26 |
| 3.4 Áhrif á tengda markaði..... | 26 |
| 4. Niðurstaða | 27 |
| IV. Ákvörðunarorð: | 27 |



I.

Málavextir og málsmeðferð

Tilkynning um fyrirhugaðan samruna Kviku banka hf. („Kvika“) og Gamma Capital Management hf. („Gamma“) barst Samkeppniseftirlitinu 12. desember 2018. Samrunaaðilar höfðu áður fundað með Samkeppniseftirlitinu þar sem þeir fóru almennt yfir ýmis atriði er vörðuðu samrunann.

Með bréfi, dags. 21. desember 2018, til lögmans samrunaaðila staðfesti Samkeppniseftirlitið að samrunatilkynningin teldist fullnægjandi og að frestir Samkeppniseftirlitsins til að rannsaka samrunann samkvæmt 17. gr. d. samkeppnislaga nr. 44/2005, sbr. 9. gr. reglna um tilkynningu og málsmeðferð í samrunamálum, hefðu byrjað að líða fimmtudaginn 13. desember 2018.

Með bréfi, dags. 21. janúar 2019, tilkynnti Samkeppniseftirlitið lögmanni samrunaaðila að eftirlitið teldi ástæðu til frekari rannsóknar á samkeppnislegum áhrifum samrunans, sbr. 1. mgr. 17. gr. d. samkeppnislaga.

Í ljósi þess að teikn voru um að samruninn virtist hafa í för með sér töluverð áhrif á markaðshlutdeild sameinaðs fyrirtækis á sviði sjóðastýringar taldi Samkeppniseftirlitið óhjákvæmilegt að afla ýmissa gagna og upplýsinga um heildarmarkaðinn fyrir eignastýringu.

II.

Samruninn

Samruninn felst í því að Kvika banki hf. og M-Investments ehf., eignarhaldsfélag sem er að fullu í eigu Kviku, kaupa allt útistandandi hlutafé í GAMMA af tilgreindum eigendum útistandandi hlutafjár í Gamma.¹ Kaupsamningar eru gerðir með fyrirvara um samþykki Fjármálaeftirlitsins, Samkeppniseftirlitsins, viðeigandi erlendra eftirlitsaðila og hluthafafundar Kviku.² Samruni aðila verður því framkvæmdur þegar nefnd skilyrði hafa verið uppfyllt eða fallið hefur verið frá þeim. Samkvæmt samrunaskránni nemur kaupverð fyrir allt útistandandi hlutafé GAMMA [...] að teknu tilliti til áfallinna árangurstengdra þóknana sem eftir á að tekjufæra hjá GAMMA.³

Samkvæmt 17. gr. samkeppnislaga telst samruni hafa átt sér stað þegar breyting á yferráðum verður til frambúðar. Er nánar tilgreint í staflaðum a til d í 1. mgr. 17. gr. laganna með hvaða hætti samruni í framangreindum skilningi getur átt sér stað. Í ljósi þeirrar lýsingar sem fram kemur hér að framan, þ.e. Kvikusamstæðan kaupir allt útistandandi

¹ Svo allrar nákvæmni sé gætt má taka fram að Kvikusamstæðan kaupir alla nema einn af útistandandi hlutum í Gamma. Heildarhlutafé í GAMMA er 33.859.000 króna og er hver hlutur 1 króna að nafnverði þ.a. samruninn felur í sér að Kvikusamstæðan kaupir nánast allt hlutafé í Gamma.

² Nefndur er einn fyrirvari til viðbótar í samrunaskrá. [...] (Trúnaður ríkir um textann innan hornklofans.)

³ Fjárhæð í hornklafa er trúnaðarmál.



hlutafé í Gamma, er um að ræða samruna í skilningi b-liðar 1. mgr. 17. gr. laganna, þ.e. að fyrirtæki tekur yfir annað fyrirtæki.

Samrunaaðilar og markmið samrunans

Líkt og að framan greinir tekur samruninn með beinum hætti til tveggja fyrirtækja, Kvikubanka hf. og Gamma Capital Management hf.⁴ Hér á eftir kemur fram stutt lýsing á starfsemi þessara fyrirtækja úr samrunaskrá.

Í samrunaskrá segir að Kvika sé sérhæfður banki sem leggur áherslu á eignastýringu og fjárfestingastarfsemi. Rifjað er upp að Kvika hafi orðið til við samruna MP banka hf. og Straums fjárfestingabanka hf., sbr. ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015. Þá segir að samkvæmt samþykktum félagsins sé tilgangur þess að veita fjármálaþjónustu og sé félaginu heimilt að stunda hverja þá starfsemi sem fjármálafyrirtækjum sé heimil samkvæmt lögum og starfsleyfi félagsins og eðlilega starfsemi í tengslum við hana. Bankinn veiti þjónustu á sviði eignastýringar, markaðsviðskipta, fyrirtækjaráðgjafar, lánastarfsemi auk bankaþjónustu. Kvika hafi starfsleyfi sem viðskiptabanki og lúti eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Eignarhald Kvikubanka sé nokkuð dreift, en hluthafar hafi verið alls 732 talsins þegar samrunaskrá var skilað. Stærsti hluthafi Kvikubanka sé Lífeyrissjóður verslunarmanna með 9,49% hlut.⁵

Í samrunaskrá segir að GAMMA sé rekstarfélag verðbréfasjóða í skilningi laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og lúti eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Starfsleyfi GAMMA taki til reksturs verðbréfasjóða og annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu, fjárfestingarráðgjafar og vörslu og stjórnunar fjármálagerninga í sameiginlegri fjárfestingu, sem og til eignastýringar. Félagið nýti þó ekki allar þær heimildir sem það hefur, heldur eingöngu heimildina til reksturs verðbréfasjóða og annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Félagið sinni því t.d. ekki fjárfestingarráðgjöf í skilningi laga um fjármálafyrirtæki.

Samkeppniseftirlitið telur ekki þörf á að rekja nánar almennt í hverju starfsemi Kvikubanka felst en fram kemur hér að framan enda liggur fyrir að skörun á milli starfsemi samrunaaðila tekur nær eingöngu til eignastýringar. Í þessu sambandi vísast jafnframt til þess að í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015 var starfsemi þáverandi Straums fjárfestingarbanka og MP banka lýst í nokkrum smáatriðum en eins og áður segir varð Kvika til við samruna þessara tveggja banka. Varpar sú umfjöllun því talsverðu ljósi á starfsemi núverandi Kvikubanka hf. Vísast m.a. til þeirrar umfjöllunar til nánari glöggvunar á því í hverju starfsemi Kvikubanka felst almennt.

Samkvæmt samrunaskrá eru kaupin gerð í þeim tilgangi að auka umsvif og útvíkka þjónustuframboð Kvikubanka á sviði eignastýringar. Ekki er gert ráð fyrir að GAMMA verði sameinað Kviku eða dótturfélögum bankans en af samrunaskrá verður ekki annað skilið en að færi á hagræðingu verði engu að síður nýtt þar sem samlegð af samrekstri/samnýtingu

⁴ Óbeint getur samruninn varðað fleiri markaði en rekstrarstarfsemi samrunaaðila fellur undir, þ.e. markaði sem einstakir sjóðir í stýringu hjá samrunaaðilum beina fjárfestingum sínum að.

⁵ Íslandsbanki og Arion banki eru samkvæmt samrunaskrá meðal 10 stærstu hluthafa í Kviku; eiga 3,5% og 5,2% hlut hvor (samanlagt 8,7%). Að mati Samkeppniseftirlitsins er óheppilegt að stærri keppinautar á markaði eigi til lengri tíma svo stóra hluti litlum keppinauti sínum. Sé hins vegar aðeins um skammtíma stöðutökur að ræða sem færðar eru í veltubók banka getur öðru máli gegnt. Hvað sem því líður, þá telur Samkeppniseftirlitið að þessi staða mála gefi ekki nægt tilefni til nánari skoðunar í þessu máli. Það útilokar hins vegar ekki að þessi aðstaða geti komið til skoðunar síðar í öðru máli.



sé til staðar í starfsemi félaganna tveggja. Bent er á að til að geta boðið upp á fjölbreytta fjármálaþjónustu þurfi viðamikla innviði og til að standa undir kostnaði við þá sé nauðsynlegt að ná ákveðinni lágmarksstærð. Stærðarhagkvæmni eignastýringarstarfsemi Kviku samstæðunnar eftir kaup yrðu umtalsvert meiri en félaganna tveggja í dag, það gæti boðið viðskiptavinum hagkvæma fjármálaþjónustu og veitt stóru viðskiptabönkunum þremur aukna samkeppni og aukið aðhald að mati samrunaaðila.

III.

Niðurstaða

Í 17. gr. c. samkeppnislaga kemur fram að telji Samkeppniseftirlitið að samruni hindri virka samkeppni vegna myndunar markaðsráðandi stöðu eins eða fleiri fyrirtækja eða slík staða styrkist, eða verði til þess að samkeppni á markaði raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti, geti stofnunin ógilt samruna. Í 17 gr. c. segir einnig m.a. að við mat á lögmæti samruna skuli Samkeppniseftirlitið taka tillit til þess að hvaða marki alþjóðleg samkeppni hefur áhrif á samkeppnisstöðu hins sameinaða fyrirtækis og taka tillit til þess hvort markaður er opinn eða aðgangur að honum hindraður.

Líkt og aðrir láréttir samrunar, hefur samruni Kviku og Gamma óhjákvæmilega í för með sér aukna samþjöppun á viðkomandi markaði/mörkuðum. Sú aukna rekstrarlega samþjöppun sem um ræðir í tilvikum þessa samruna tekur nánast eingöngu til eignastýringar þar sem umsvif Gamma á öðrum sviðum fjármálaþjónustu sem Kvika býður einnig upp á, eru hverfandi.

Þegar í upphafi rannsóknar var ljóst, á grundvelli upplýsinga úr nýlegum málum er lúta að eingastýringarmarkaði og með hliðsjón af fjárhagslegum styrk stóru viðskiptabankanna þriggja, að samruninn myndi ekki leiða til myndunar markaðsráðandi stöðu samrunaaðila á heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu. Jafnframt fékkst ekki séð að líkur væru á að samruninn kynni að raska samkeppni með umtalsverðum hætti á heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu. Á hinn bóginn, í ljósi mikillar áherslu samrunaaðila á eignastýringu, taldi Samkeppniseftirlitið rétt að rannsaka sérstaklega hvort samruninn kynni að raska samkeppni að öðru leyti með umtalsverðum hætti á einstökum mögulegum undirmörkuðum eignastýringar. Í því skyni að varpa ljósi á framangreint réðst Samkeppniseftirlitið í nokkuð ítarlega gagnaöflun.

Nema annað sé tekið fram, þá er hugtakið „eignastýring“ notað í ákvörðun þessari sem safnheiti yfir hvers konar stýringu sparnaðar gegnum verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði, fagfjárfestingsjóði, sem og samlagshlutafélög og hlutafélög (óháð því hvort viðkomandi hlutafélög hafi hlotið staðfestingu FME sem fagfjárfestingsjóðir eða ekki). Hugtakið eins og það er notað hér nær einnig til sérgreindrar stýringar á aðgreindum verðbréfasöfnum fyrir einstaka aðila. Í samræmi við framangreint vísar hugtakið „eignastýringarmarkaður“ í ákvörðun þessari til markaðarins fyrir eignastýringu í þessum víða skilningi. Er þetta í samræmi við hugtakanotkun í fyrri ákvörðunum Samkeppniseftirlitsins. Tekið verður sérstaklega fram þegar átt er við „eignastýringu“ í skilningi laga um verðbréfiðskipti nr. 108/2007.

Í lögum um verðbréfiðskipti, nr. 108/2007, er merking orðasambandsins „eignastýring“ skilgreind svo: „*Stjórnun verðbréfasafns í samræmi við fjárfestingarstefnu*



sem er fyrirframákveðin af viðskiptavini.“ Í 4. gr. MiFiD tilskipunarinnar svokölluðu hljóðar samsvarandi ákvæði svo í enskri útgáfu: „*Portfolio management’ means managing portfolios in accordance with mandates given by clients on a discretionary client-by-client basis where such portfolios include one or more financial instruments.*“ Fyrir gildistöku þessara laga var lengst af algengast á fjármálamarkaði að nota orðasambandið „eignastýring“ í þeim víða skilningi sem gert er í þessari ákvörðun. Var það í samræmi við hefðina í hinum enskumælandi heimi en þar er orðasambandið eignastýring (e. „*asset management*“) yfirleitt notað yfir hvers konar stýringu sparnaðar til fjárfestingar, s.s. gegnum verðbréfasjóði, en hugtakið safnstýring (e. „*portfolio management*“) notað yfir eignastýringu í þeim þrengri skilningi sem fram kemur í hinum íslensku lögum um verðbréfavíðskipti. Þar sem ekkert nýtt safnheiti um hvers konar stýringu fjárfestingarsparnaðar hefur komið fram í stað orðasambandsins „eignastýring“ eftir gildistöku laga um verðbréfavíðskipti, er orðasambandið „eignastýring“ hér notað í þeirri víðu merkingu sem lengst af hefur tíðkast á fjármálamarkaði hérlendis sem jafnframt rímar við hugtakanotkun í alþjóðatungumáli fjármálaheimsins, ensku.

Hér á eftir verður mat lagt á markaði málsins, markaðshlutdeild og samkeppnisleg áhrif samrunans. Innan þessa ramma verður gerð grein fyrir helstu niðurstöðum og ályktunum sem hægt er að draga á grundvelli gagnaöflunar Samkeppniseftirlitsins í málinu.

1. Skilgreining þeirra markaða sem samruninn lýtur að

Hér verður fjallað um mögulega markaði málsins og afstaða tekin til þess hverjir þeir séu eftir því sem þurfa þykir. Sjónarmið málsaðila í þessu sambandi verða reifuð eftir því sem við á samhliða umfjöllun Samkeppniseftirlitsins.

1.1 Almennt um markaðsskilgreiningu í samkeppnisrétti

Samkvæmt 4. gr. samkeppnislaga er markaður sölusvæði vöru og staðgönguvöru og/eða sölusvæði þjónustu og staðgönguþjónustu. Hagfræðileg rök hníga að því að greina verði viðkomandi markað út frá a.m.k. tveimur sjónarhornum, þ.e. annars vegar þurfi að bera kennsl á vöru- eða þjónustumarkaðinn og hins vegar afmarka landfræðilega markaðinn. Í sumum tilvikum er nauðsynlegt að skilgreina markaðinn út frá fleiri víddum en vörunni sjálfri og hvar hún er seld.⁶

Með viðkomandi vörumarkaði er átt við markað fyrir allar vörur og þjónustu sem neytendur líta á sem staðgönguvörur eða staðgönguþjónustu vegna eiginleika sinna, verðs og áformaðrar notkunar. Staðgönguvara og staðgönguþjónusta eru vara eða þjónusta sem að fullu eða verulegu leyti geta komið í stað annarrar vöru eða þjónustu að mati neytenda.

Einnig getur verið viðeigandi að taka framboðsstaðgöngu með í reikninginn þegar markaðir máls eru skilgreindir. Á þetta við þegar framboðsstaðganga hefur sambærileg áhrif og eftirspurnarstaðganga m.t.t. skilvirkni (e. *effectiveness*) og tafarleysi (e. *immediacy*). Þetta felur í sér að seljendur geti fært framleiðslu sína að viðkomandi vörum og markaðssett þær innan skamms tíma, án þess að verða fyrir verulegum viðbótarkostnaði eða áhættu, til að bregðast við litlum og varanlegum breytingum á hlutfallsverðum.

⁶ Dæmi um aðra hugsanlega vídd í þessu sambandi gæti verið tími sólarhings sem vara er á boðstólum, þ.e. opnunartími seljenda.



Til landfræðilegs markaðar telst það svæði þar sem hlutaðeigandi fyrirtæki eru viðriðin framboð og eftirspurn eftir viðkomandi vöru eða þjónustu, þar sem samkeppnisskilyrði eru nægilega lík og sem unnt er að greina frá nærliggjandi svæðum, einkum vegna þess að samkeppnisskilyrði eru greinilega frábrugðin á þeim svæðum.

1.2 Starfsemi samrunaaðila þar sem skörun er fyrir hendi

Með hliðsjón af rekstrarstarfsemi samrunaaðila tekur samruni þessi nær eingöngu til eignastýringar þar sem umsvif Gamma á öðrum sviðum fjármálaþjónustu sem Kvika býður einnig upp á, eru hverfandi.

Fyrir liggur samkvæmt samrunaskrá að Kvika starfar m.a. á eignastýringarmarkaði og markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf sem eru einu markaðirnir sem GAMMA starfar á samkvæmt samrunaskrá. Starfsemi Gamma á markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf segja samrunaaðilar hins vegar veigalítla og sé því meginstarfsemi félagsins fólgin í eignastýringu. Nánar tiltekið segir í samrunaskrá að starfsemi GAMMA sé bundin við markað fyrir almenna eignastýringarþjónustu fyrir einstaklinga og fyrirtæki og markað fyrir sérgreinda eignastýringu fyrir fagfjárfesta. Í samræmi við framangreint telja samrunaaðilar *markað fyrir fyrirtækjaráðgjöf og markað fyrir eignastýringu* vera þá vöru- eða þjónustumarkaði þar sem áhrifa gætir í skilningi VII. kafla viðauka I við reglur nr. 684/2008 um tilkynningu og málsmeðferð í samrunamálum.

Með hliðsjón af eignarhaldi og e.a. yfirráðum samrunaaðila yfir tilteknum fyrirtækjum, og mögulegu áhrifavaldi þeirra á grundvelli eignastýringarhlutverks síns, gæti í máli þessu verið viðeigandi að horfa einnig til áhrifa samrunans á einstökum mörkuðum sem eignastýring samrunaaðila tekur til og skarast innan. Vikið er að þessari hlið samrunans í kafla um áhrif samrunans. Í þessum kafla er varðar markaðsskilgreiningu verður sjónum eingöngu beint að rekstrarstarfsemi samrunaaðila.

1.3 Markaður fyrir fyrirtækjaráðgjöf

Í riti SE nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á krossgötum*, var starfsemi á markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf í grófum dráttum talin felast í því að koma auga á mögulegar breytingar á eignarhaldi fyrirtækja, finna kaupendur eða sölutækifæri, móta ferli viðskipta, verðmeta félög, leggja fram tillögur að hagkvæmustu fjármagnsskipan og fjármögnun og hafa umsjón með skráningu fyrirtækja á skipulegan verðbréfamarkað. Fram kom að á markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf starfi fjöldi aðila, stóru bankarnir þrír, önnur minni fjármálafyrirtæki og fyrirtæki sem ekki hafi starfsleyfi sem fjármálafyrirtæki, en geti veitt þá þjónustu sem ekki krefjist starfsleyfis. Í skýrslunni voru undirmarkaðir fyrirtækjaráðgjafar taldir eftirfarandi.

- a) *Markaður fyrir útboð og skráningu verðbréfa*
- b) *Markaður fyrir stærri ráðgjafarverkefni um kaup og sölu fyrirtækja og fjármögnun*
- c) *Markaður fyrir smærri ráðgjafarverkefni um kaup og sölu fyrirtækja og fjármögnun*

Í ákvörðun SE nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, var bent á að fordæmi úr ESB samkeppnisrétti gæfu til kynna að rétt væri að skilgreina



markaðinn fyrir fjárfestingabankaþjónustu í heild, en greina hann í eftirfarandi undirmarkaði:

- a) *Markaður fyrir ráðgjöf um samruna og yfirtökur*
- b) *Markaður fyrir frumútgáfu verðbréfa með almennu útboði*
- c) *Markaður fyrir þjónustu sem tengist umsjón með útgáfu á nýjum hlutabréfum og skuldabréfum*

Ekki var talin þörf á að skilgreina markaðinn með nákvæmum hætti í samrunamáli MP banka og Straums né heldur að taka afstöðu til skiptingar í undirmarkaði þar sem stóru viðskiptabankarnir þrír væru í sterkri stöðu á öllum mörkuðum sem lytu að fjárfestingabankaþjónustu auk þess sem fjöldi annarra fyrirtækja en fjármálafyrirtækja keppti um ráðgjöf til fyrirtækja. Samrunaaðilar í því máli sem hér er til skoðunar telja sambærileg sjónarmið uppi og blæbrigðamunur á skilgreiningu markaða því ekki til þess fallinn að hafa áhrif á niðurstöðu málsins. Kvika starfi hvað sem því líður á öllum framangreindum undirmörkuðum. Starfsemi GAMMA sé hins vegar bundin við markað fyrir ráðgjöf um samruna og yfirtökur og markað fyrir þjónustu sem tengist umsjón með útgáfu á nýjum hlutabréfum og skuldabréfum.

Í máli þessu er tekið mið af öllum framangreindum sjónarmiðum að því er varðar markaðinn fyrir fyrirtækjaráðgjöf.

1.4 Eignastýringarmarkaður

Samkvæmt ákvörðunum framkvæmdarstjórnar ESB er varða eignastýringu (e. *asset management*), tekur eignastýring til fjárfestingarráðgjafar og þar að lútandi fjárfestingar á grundvelli umboðs til þess frá viðskiptavini. Þannig felur eignastýring í sér útfærslu, stofnun og markaðssetningu á sjóðum af ýmsu tagi um sameiginlega fjárfestingu og stýringu verðbréfaeignasafna fyrir lífeyrissjóði, stofnanir og einkafjárfesta.⁷ Í tilviki sjóða er yfirleitt um hilluvöru að ræða sem markaðssett er til smásöluviðskiptavina (aðallega almennings). Í fyrri málum Samkeppniseftirlitsins hefur verið notast við framangreinda afmörkun í ESB samkeppnisrétti til grunnviðmiðunar varðandi það hvað eignastýring felur í sér, sbr. ákvörðun Samkeppniseftirlitsins í máli nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*

Í upphafi er rétt að taka fram að stýring skyldulífeyrissparnaðar getur ekki talist hluti af eignastýringarmarkaðnum héraendis í samkeppnisréttarlegum skilningi enda þótt heildareignastofn skyldulífeyrissparnaðar sem fjárfestur hefur verið í verðbréfum og öðrum eignum sé mun veigameiri heldur en þau eignaverðmæti sem stýrt er á „frjálsa hluta“ eignastýringarmarkaðarins. Segja má að eigin stýring almennu lífeyrissjóðanna svonefndu á skyldulífeyrissparnaði standi að mestu leyti utan samkeppni á sviði eignastýringar. Leiðir það í meginatriðum af ákvæðum laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða. Samkvæmt lögnum fer aðild að lífeyrissjóði almennt eftir þeim kjarasamningi sem ákvarðar lágmarkskjör í hlutaðeigandi

⁷ Sjá t.d. mál nr. COMP/M.5384 BNP Paribas/Fortis.



starfsgrein.⁸ Samkeppni á milli skyldulífeyrissjóðanna um hylli viðskiptavina er því almennt ekki fyrir hendi þar sem launþegar eiga almennt ekki val um það til hvaða lífeyrissjóðs skyldulífeyrisframlög þeirra og launagreiðenda þeirra rennur. Eigin stýring hinna svonefndu almennu lífeyrissjóða á skyldulífeyrissparnaði telst því ekki falla undir eignastýringarmarkað í máli þessu fremur en í fyrri málum sem varðað hafa eignastýringarmarkaðinn. Þetta á hins vegar hvorki við um séreignarlífeyrissparnað sem launþegar geta ákveðið hvaða eignastýringaraðili stýrir né heldur stýringu á skyldulífeyrissparnaði sem útvistað hefur verið af skyldulífeyrissjóðum til einhvers af þeim eignastýringarfyrirtækjum sem keppa sín á milli.

Í riti Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á krossgötum*, var talið að eignastýringarmarkaði mætti skipta í fjóra undirmarkaði og var þessi nálgun lögð til grundvallar í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins í máli nr. 3/2015, *Samruni Straums fjárfestingabanka hf. og íslenskra verðbréfa hf.*:

- a) Markað fyrir almenna eignastýringarþjónustu fyrir einstaklinga og fyrirtæki
- b) Markað fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga
- c) Markað fyrir einkabankaþjónustu
- d) Markað fyrir sérgreinda eignastýringu fyrir fagfjárfesta

Í samrunaskrá kemur fram að samrunaaðilar telji að markaðurinn skiptist fremur í markað fyrir sjóði rekstrarfélaga verðbréfasjóða, markað fyrir stýringu á eignasöfnum viðskiptavina og markað fyrir sérhæfðar fjárfestingar fyrir hönd viðskiptavina. Samrunaaðilar telja þó hér aðeins vera um blæbrigðamun að ræða m.v. ofangreinda skiptingu. Á hinn bóginn telja samrunaaðilar ekki nauðsynlegt yfir höfuð í þessu máli að aðgreina undirmarkaði, hvorki með framangreindum hætti né á annan hátt og að því sé ekki þörf á að skoða nánar eða fjalla um hugsanlega ítarlegri skiptingu markaðarins. Sé hins vegar talið nauðsynlegt í tengslum við þetta mál að skipta eignastýringarmarkaði niður í undirmarkaði, þá telja samrunaaðilar rétt að því sé haldið til haga að viðskiptavinir í eignastýringu hjá báðum samrunaaðilum séu að meginstefnu til fagfjárfestar og stofnanafjárfestar. Þá séu flestir einkabankaviðskiptavinir Kviku fjársterkir einstaklingar sem margir hverjir flokkist sem fagfjárfestar.⁹

Í nýlegri ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli nr. M.8359, *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments (24/3/2017)*, var fjallað um yfirtöku eignastýringarfyrirtækisins Amundi S.A., sem er dótturfélag franska viðskiptabankans Credit Agricole S.A., á ítalska eignastýringarfyrirtækinu Pioneer Global Asset Management S.p.A. Fram kemur í ákvörðuninni að hugsanlegt sé að heildarmarkaðurinn fyrir eignastýringu greinist í nokkra undirmarkaði en ekki var tekin afstaða til þess hvort frekari aðgreining heildarmarkaðar fyrir eignastýringu ætti við þar sem það var ekki talið hafa áhrif á niðurstöðuna í málinu. Meðal annars var reifuð aðgreining eftir viðskiptamannahópum, þ.e. í stýringu fyrir smásöluviðskiptavinum annars vegar og stofnanafjárfesta hins vegar. Þá var talið að stýring

⁸ Í 2. mgr. 2. gr. laganna segir: „Um aðild að lífeyrissjóði, greiðslu lífeyrisiðgjalds og skiptingu iðgjaldsins milli launamanns og launagreiðanda fer eftir þeim kjarasamningi sem ákvarðar lágmarkskjör í hlutaðeigandi starfsgrein, eða sérlögum ef við á. Taki kjarasamningur ekki til viðkomandi starfssviðs eða séu ráðningarbundin starfsskjör ekki byggð á kjarasamningi velur viðkomandi sér lífeyrissjóð eftir því sem reglur einstakra sjóða leyfa. Aðild að lífeyrissjóði skal tiltaka í skriflegum ráðningarsamningi.“

⁹ Gagnaöflun Samkeppniseftirlitsins í málinu staðfestir að þorri eigna í stýringu hjá samrunaaðilum sé vissulega upprunninn frá fagfjárfestum, þ.m.t. stofnanafjárfestum.



fyrir stofnanafjárfesta kynni að greinast í virka stýringu og vísitölustýringu. Hvað varðar smásöllumarkaðinn, var nefnt að til greina hefði komið í fyrri málum að gera greinarmun á sjóðum sem væru opnir annars vegar og lokaðir hins vegar.¹⁰ Þá var nefnt að í fyrri málum hafi komið til greina að telja markaðinn fyrir almenna sjóði um sameiginlega fjárfestingu (e. *mutual funds*) aðgreindan markað og markað fyrir peningamarkaðssjóði (e. *money market funds*) aðgreindan markað undir þeim markaði.¹¹ Lítið sem ekkert var að öðru leyti fjallað um mögulega aðgreiningu eftir fjárfestingarstefnu í ákvörðuninni. Tekið var fram að framkvæmdastjórn ESB hefði ekki í fyrri málum svarað þeirri spurningu hvort viðeigandi væri að líta á markaðinn fyrir eignastýringu sem einn óskiptan markað eða hvort skipta ætti honum niður í undirmarkaði eftir framangreindum eiginleikum. Fram kom í ákvörðuninni sú ályktun að mögulegt væri að líta svo á að markaðurinn greindist í ýmsa undirmarkaði en einnig væri réttlætanlegt að líta á markaðinn sem einn óskiptan markað

Meðal þess sem fram kom í gagnaöflun við rannsókn á samruna Kviku og Gamma voru vísbendingar um að heildarmarkaðurinn fyrir eignastýringu hér á landi kunni að greinast niður í undirmarkaði eftir viðskiptamannahópum (tegund fjárfesta) annars vegar og að nokkru leyti eftir eðli sparnaðar hins vegar. Jafnframt er ekki hægt að útiloka með öllu að markaðurinn kunni að greinast í ákveðna undirmarkaði út frá fjárfestingarstefnu. Þá er óvíst hvort viðeigandi sé að fella eignastýringu á sviði einkabankþjónustu undir eignastýringarmarkað. Nánar er vikið að þessu hér á eftir.

1.4.1 Aðgreining eftir viðskiptamannahópum

Í fyrrnefndri ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli nr. M.8359, *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments*, voru nokkrir mögulegir undirmarkaðir heildarmarkaðarins fyrir eignastýringu reifaðir, m.a. aðgreining markaðarins eftir viðskiptamannahópum. Þannig hefði verið talið koma til greina að markaðurinn skiptist í undirmarkað fyrir stýringu fyrir stofnanafjárfesta (e. *institutional clients*) og stórfyrirtæki (e. *corporate clients*) gegnum sérsniðna sjóði annars vegar og undirmarkað fyrir stýringu almennra sjóða (e. *mutual funds*) fyrir smásöluviðskiptavinum hins vegar. Nefnt var að stofnanafjárfestar, s.s. lífeyrissjóðir, bankar og tryggingafélög, keyptu vörur og þjónustu beint af eignastýringarfyrirtækjum fremur en í gegnum ósérhæfða milliliði á borð við viðskiptabanka.

Á grundvelli gagnaöflunar í máli þessu virðist framangreind afmörkun undirmarkaða eftir viðskiptamönnum eiga við á Íslandi. Þannig virðist markaðurinn fyrir stýringu sjóða sem opnir eru smásöluviðskiptavinum (jafnt sem öðrum) vera aðgreindur markaður og síðan sé annar markaður sem felur í sér stýringu fyrir stofnanafjárfesta og aðra fjársterka fagfjárfesta eingöngu.¹² Fyrrnefndi markaðurinn innifelur svonefnda verðbréfasjóði og

¹⁰ Opnir sjóðir geta gefið út ný hlutdeildarskírteini án takmarkana hvað varðar fjölda hlutdeildarhafa. Dæmigerðir slíkir sjóðir eru svonefndir UCITS sjóðir (verðbréfasjóðir í skilningi laga nr. 128/2011 - UCITS er skammstöfun fyrir *undertakings for collective investment in transferable securities*). Lokaðir sjóðir eru sniðnir fyrir lítinn hóp fjárfesta og ekki dreift í smásölu og nýir hlutir í sjóðunum eru almennt ekki gefnir út.

¹¹ Nánast enginn sjóður sem starfræktur er á Íslandi í dag telst „*money market fund*“. Á hinn bóginn eru hér starfræktir sjóðir sem fara nærri því og eru þeir almennt nefndir skammtímasjóðir.

¹² Einn umsagnaraðila í málinu lét þess getið að samkvæmt hinni svonefndri AIFM tilskipun ESB, sem innleidd verður hérlendis í náinni framtíð (sennilega innan árs), verði almenningi veittur aðgangur að fagfjárfestastjóðum að því marki sem kostur er innan ramma tilskipunarinnar. Nánar tiltekið er um að ræða tilskipun 2011/61/EU on *Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*. (Hér stendur AIFM fyrir stýringu sjóða um óhefðbundnar fjárfestingar.) Samkeppniseftirlitið hefur á þessu stigi ekki kynnt sér umrædda tilskipun til hlítar en í þessu sambandi má vitna í málsgrein 71 í formála tilskipunarinnar en þar segir m.a.:



fjárfestingarsjóði í skilningi laga nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði en hinn markaðurinn innifelur fagfjárfestasjóði í skilningi fyrrnefndra laga en einnig samlagshlutafélög og hlutafélög sem sniðin eru sem sjóðir um sameiginlega fjárfestingu. Rökin fyrir þessari aðgreiningu liggja m.a. í því að afar mikið er um sérsniðnar fjárfestingarvörur fyrir almennu lífeyrissjóðina og aðra fjársterka fagfjárfesta. Slíkar vörur (sjóðir) fela gjarnan í sér kvöð um háar lágmarksfjárfestingarfjárhæðir og áskilnað um að viðkomandi fjárfestir sé fagfjárfestir. Þá er markaðssetning vara gagnvart stofnanafjárfestum og öðrum fjársterkum fagfjárfestum með öðrum hætti en markaðssetning sjóða gagnvart almenningi.¹³ Er þessi nálgun að verulegu leyti í samræmi við þá nálgun sem fram kemur í Krossgötuskýrslunni sem vitnað hefur verið í að framan og sjónarmið samrunaaðila sjálfra.

1.4.2 Möguleg aðgreining eftir fjárfestingarstefnu

Í fyrrnefndri nýlegri ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli nr. M.8359, *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments*, var fremur rýra umfjöllun að finna um þann möguleika að skipta eignastýringarmarkaði upp eftir fjárfestingarstefnu sjóða þrátt fyrir að umfjöllun um markaðsskilgreiningu væri að öðru leyti býsna víðtæk.

Hvað varðar mögulega aðgreiningu eftir fjárfestingarstefnu, verður að mati Samkeppniseftirlitsins m.a. að taka mið af sjónarmiðinu um framboðsstaðgöngu. Þannig ætti ekki að vera örðugt fyrir burðug eignastýringarfyrirtæki að bjóða upp á mismunandi kosti af þessu tagi með litlum fyrirvara án þess að verða fyrir miklum viðbótarkostnaði.¹⁴ Í gagnaöflun vegna rannsóknar Samkeppniseftirlitsins á samruna Kviku og Gamma kom fram það mat hjá aðilum að það væri ekki mikill viðbótarkostnaður fólgin í því að fjölga sjóðum í stýringu óháð fjárfestingarstefnu.¹⁵ Umsagnir markaðsaðila við rannsókn málsins renna því stoðum undir það að framboðsstaðgöngusjónarmið skipti máli í þessu sambandi.

Að því er varðar framboðsstaðgöngusjónarmiðið í fjármálaþjónustu almennt, þá má benda á að í ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB nr. COMP/M.2567, *Nordbanken/Postgiro* kom

„Member States should be able to allow the marketing of all or certain types of AIFs managed by AIFMs to retail investors in their territory. If a Member State allows the marketing of certain types of AIF, the Member State should make an assessment on a case-by-case basis to determine whether a specific AIF should be considered as a type of AIF which may be marketed to retail investors in its territory. Without prejudice to the application of other instruments of Union law, Member States should in such cases be able to impose stricter requirements on AIFs and AIFMs as a precondition for marketing to retail investors than is the case for AIFs marketed to professional investors in their territory, irrespective of whether such AIFs are marketed on a domestic or cross-border basis.“

Sjóðir um óhefðbundnar fjárfestingar eru héraðis yfirleitt reknir sem fagfjárfestasjóðir. Óvíst er hvort og að hve miklu leyti almenningi verði veittur aðgangur að slíkum sjóðum við innleiðingu tilskipunarinnar hér á landi. Í þessu sambandi má nefna að stýring fasteignasjóða gæti fallið hér undir en Gamma er umsvifamikið á því sviði.

¹³ Jafnframt rennur það stoðum undir aðgreiningu eftir viðskiptamannahópum að ákveðin teikn eru um að eftirspurnarstaðganga á eignastýringarmarkaði sé mismunandi eftir viðskiptamannahópum. Í svörum sumra sjóðastýringarfyrirtækja til Samkeppniseftirlitsins við gagnaöflun kom t.d. fram að þau telji að í tilviki almennu lífeyrissjóðanna sé staðganga milli innlánareikninga og skammtímasjóða meiri heldur en á milli skammtímasjóða og skuldabréfasjóða en hins vegar sé staðgangin meiri milli skammtímasjóða og skuldabréfasjóða í tilviki almennra fjárfesta (einkum í tilviki fyrirtækja sem þurfa að ávaxta laust fé til skemmri tíma).

¹⁴ Eins og áður hefur komið fram getur sjónarmiðið um framboðsstaðgöngu átt við þegar slík staðganga hefur sambærileg áhrif og eftirspurnarstaðganga m.t.t. skilvirkni (e. *effectiveness*) og tafarleysi (e. *immediacy*). Þetta felur í sér að seljendur geti fært framleiðslu sína að viðkomandi vörum og markaðssett þær innan skamms tíma, án þess að verða fyrir verulegum viðbótarkostnaði eða áhættu, til að bregðast við litlum og varanlegum breytingum á hlutfallsverðum.

¹⁵ Ljóst er t.d. að áþekka menntun og kunnáttu þarf til að stýra sjóðum óháð mismunandi fjárfestingarstefnu. Fyrst og fremst er hér átt við menntun á sviði fjármála, hagfræði eða viðskiptafræði. Á hinn bóginn er ljóst að sérfræðipækking einstakra starfsmanna á einstökum mörkuðum byggist upp yfir tíma og getur hún e.a. einskorðast við t.d. hlutabréfamarkað eða skuldabréfamarkað.



fram að banka með þroskað útibúanet og viðskiptamannagrunn sé tiltölulega auðvelt að þróa og markaðssetja nýja fjármálaafurð gegnum dreifinet sitt svo framarlega sem ekki sé verulegar sokkinnar fjárfestingar krafist á framleiðslustiginu. Umfang sokkinnar fjárfestingar sé mismikið eftir tegundum afurða. T.d. ætti burðugur banki ekki að eiga í vandræðum með að innleiða nýja tegund lána. Hins vegar gætu tálmar verið í veginum þegar kemur að flóknari fjármálaafurðum. Með vísan til alls framangreinds, má álykta að eignastýringarfyrirtæki ættu ekki að eiga erfitt með að innleiða nýjan sjóð með aðra fjárfestingarstefnu en þeir hafa sem fyrir eru.

Eftirspurnarstaðganga milli t.d. sjóða sem fjárfesta eingöngu í hlutabréfum annars vegar og sjóða sem fjárfesta eingöngu í skuldabréfum hins vegar verður á hinn bóginn að teljast eðli sínu samkvæmt takmörkuð. Áhætta og arðsemisvon er mismunandi eftir því hvort um skuldabréf eða hlutabréf er að ræða og því er við því að búast að eftirspurnarstaðganga milli skuldabréfasjóða og hlutabréfasjóða sé takmörkuð. Jafnframt skal því haldið til haga að þóknarir fyrir stýringu sjóða eru almennt mismunandi eftir fjárfestingarstefnu. Þannig er stýring hlutabréfasjóða almennt dýrari en stýring skuldabréfasjóða. Slíkt gefur ekki tilefni til að telja að þessar vörur séu á sama markaði.

Spurningin er sú að hve miklu leyti framboðsstaðgöngusjónarmiðið vegur upp á mótí eftirspurnarstaðgöngusjónarmiðinu. Að mati Samkeppniseftirlitsins gæti hæglega verið viðeigandi að greina heildarmarkaðinn í undirmarkaði eftir fjárfestingarstefnu. Á hinn bóginn gefur nálgunin út frá framboðshlið til kynna að ekki sé eins rík þörf á að skipta markaðnum fyrir eignastýringu upp eftir fjárfestingarstefnu og ella væri.

Að öllu framangreindu virtu, telur Samkeppniseftirlitið ekki nauðsynlegt í þessu máli að skipta markaðnum upp eftir fjárfestingarstefnu í ljósi þess að fjárfestingarstefna verðbréfa- og fjárfestingarsjóða hins yfirtekna félags, þ.e. Gamma, er áþekk því sem er í boði hjá keppinautunum og í ljósi þess hve markaðshlutdeild samrunaaðila er lítil á markaðnum fyrir stýringu slíkra sjóða, þ.e. á þeim markaði sem lýtur að stýringu sjóða sem opnir eru öllum viðskiptavinum. Í tilviki fagfjárfesta eru meiri möguleikar á að semja um þóknarir fyrir stýringu og koma á sérsniðinni stýringu sem felur þá jafnvel í sér að fjárfestirinn komi að mótun fjárfestingarstefnu. Í þessu ljósi fæst ekki séð að aðgreining eignastýringar eftir fjárfestingarstefnu væri sérlega viðeigandi í tilviki fagfjárfesta.

Loks, er rétt að benda á að bæði rök og umsagnir markaðsaðila benda til að samkeppni um skammtímasparnað á eignastýringarmarkaði skarist við samkeppni á innlánamarkaði, þ.e. að skammtímasjóðir eignastýringarfyrirtækja keppi að ákveðnu leyti við hávaxtainnlánsreikninga sem boðnir eru af innlánsstofnunum. Þannig er hugsanlegt að hávaxtainnlánsreikningar og skammtímasjóðir ættu til samans að teljast til aðgreinds undirmarkaðar. Í þessu máli er þó ekki nauðsynlegt að taka sérstakt tillit til þessa möguleika við mat á markaðshlutdeild á eignastýringarmarkaði þar sem það hefði ekki áhrif á niðurstöðu málsins. Þessu skal hér engu að síður haldið til haga.

1.4.3 Aðgreining eftir eðli sparnaðar

Að mati Samkeppniseftirlitsins geta staðið rök til þess að gera greinarmun á stýringu eftir því hvers eðlis sparnaðurinn er sem veitt er viðtöku til fjárfestingar. Að því leyti fæst ekki annað séð en að rök standi til þess að telja markaðinn fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga aðgreindan undirmarkað. Slík starfsemi fellur



undir lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Slíkur reglulegur lífeyrissparnaður er samningsbundinn og séreignarlífeyriseign sem þannig myndast verður ekki færð úr slíku sparnaðarformi yfir í t.d. verðbréfasjóð. Þá er ekki hægt að innleysa eign í slíkum sjóðum til neyslu eða annarra nota fyrr en tilteknum aldri er náð.

Markaðurinn fyrir stýringu á séreignarlífeyrissparnaði tekur ekki aðeins til stýringar verðbréfaeignasafna heldur einnig þeirra sérstöku innlánareikninga sem boðið er upp á í bönkum og sparissjóðum. Þá kemur til greina að meta líftryggingasamninga þá sem dreift er héraðis fyrir erlendu líftryggingafélögin Allianz og Bayern sem hluta af markaðnum fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar. Samningar þessir hafa til að bera ákveðna eiginleika séreignarlífeyrissparnaðar. Hér er ekki tekin ákveðin afstaða til þess hvort sú vara/þjónusta sem dreift er héraðis fyrir þessi erlendu líftryggingafélög sé á sama markaði í samkeppnisréttarlegum skilningi og séreignarlífeyrissparnaðarvörur íslensku aðilanna. Í þessu sambandi hefur Samkeppniseftirlitið litið til þess að engin samþjöppun á sér stað á þessum undirmarkaði eignastýringarmarkaðar vegna samrunans því Gamma rekur enga stýringu utan um séreignarlífeyrissparnað.

Samkvæmt framangreindu telur Samkeppniseftirlitið að aðgreining eignastýringar eftir eðli sparnaðar feli í sér að stýring séreignarlífeyrissparnaðar geti talist aðgreindur undirmarkaður út frá eftirspurnarstaðgöngu. Á hinn bóginn verður að ætla að ákveðin samlegð sé fyrir hendi í stýringu séreignarlífeyrissparnaðar með annarri eignastýringu, t.d. þar sem sambærileg greining á fjárfestingarkostum á verðbréfamörkuðum þarf að eiga sér stað við stýringu á séreignarlífeyrissparnaði (a.m.k. ef sparnaðurinn sem situr í sjóði en ekki á bankareikningi). Þar af leiðandi standa rök er lúta að framboðsstaðgöngu (og framboðssamlegð) til þess að viðeigandi sé að telja stýringu séreignarlífeyrissparnaðar með heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu.¹⁶

Fyrir liggur hins vegar að samruninn snertir ekki þennan undirmarkað beint þar sem Gamma býður ekki upp á slíka stýringu og séreignarlífeyrissparnaður í stýringu hjá Kviku er hverfandi lítill í hlutfalli við markaðinn í heild.

1.4.4 Möguleg aðgreining eftir umgjörð stýringar og umboði til ákvarðana

Í lögum um verðbréfavíðskipti, nr. 108/2007, er að finna ákvæði um stjórnun verðbréfasafns í samræmi við fjárfestingarstefnu sem er fyrirframákveðin af víðskiptavini. Enda þótt umrædd stjórnun verðbréfasafns sé kölluð „eignastýring“ í lögnum er ljóst að um er að ræða það sem nefnt er *portfolio management* á ensku, þ.e. safnstýring. Hér er sem sé um að ræða aðgreinda, sérsníðna stýringu fyrir einstaka aðila fremur en stýringu gegnum einn sameiginlegan sjóð fyrir marga fjárfesta sem hafa ekkert um fjárfestingarstefnu einstakra sjóða að segja. Ætla má að meginhluti stýringar verðbréfasafna einstaklinga sem gert hafa samning um einkabankaþjónustu falli undir ákvæði verðbréfavíðskiptalaga. Sé tekið mið af markaðsskilgreiningum í fordæmismálum úr EES/ESB samkeppnisrétti, væri viðeigandi að telja eignastýringu sérgreindra safna innan

¹⁶ Að mati Samkeppniseftirlitsins eru engar líkur á því að það gæti haft áhrif á niðurstöðu í málinu hvort stýring erlendu líftryggingafélaganna Allianz og Bayern væri tekin með í reikninginn eða ekki. Ef vafi léki á því, væri nauðsynlegt að afla gagna sem varpað gætu ljósi á það hver áætluð heildarséreignarlífeyriseign þeirra Íslendinga er sem gert hafa líftryggingasamninga við þessi félög. Í kafla um markaðshlutdeild er þessi mögulega hlutdeild erlendu líftryggingafélaganna ekki tekin með í reikninginn. Hefur það haft þýðingu í þessu sambandi að engin samþjöppun á sér stað á undirmarkaðnum fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar og nákvæm greining því ekki nauðsynleg út frá því sjónarhorni.



einkabankaþjónustu ekki falla undir markaðinn fyrir eignastýringu (e. *asset management*) yfir höfuð. Þannig hefur framkvæmdastjórn ESB undanskilið safnstýringu (e. *portfolio management*) fyrir einstaklinga sem fellur undir einkabankaþjónustu (e. *private banking*) frá skilgreiningunni á eignastýringu.¹⁷ Í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, taldi Samkeppniseftirlitið hins vegar að eðlilegra væri að flokka slíka safnstýringu með eignastýringu fremur en með almennri bankaþjónustu en áréttað var að einkabankaþjónusta önnur en sú er lýtur að stýringu eignasafna teldist ekki heyra undir eignastýringu. Það skiptir máli í þessu sambandi að nokkur hluti þess fjár sem aðilar í einkabankaþjónustu hafa falið bönkum að stýra fyrir sig hefur verið fjárfestur í svonefndum einkabankasjóðum. Í máli þessu er ekki afstaða tekin til þess hvort umrædd safnstýring skuli teljast falla undir eignastýringarmarkað eða ekki þar sem það breytir ekki niðurstöðu málsins. Í þessu sambandi má benda á að í fyrri málum, rétt eins og í þessu máli, var í reynd ekki nauðsynlegt að taka afdráttarlausu afstöðu til þess hvernig markaðsskiptingunni í þessu sambandi væri nákvæmlega háttað.

1.4.5 Vöru- og þjónustumarkaður málsins

Samandregið, með vísan til umfjöllunarinnar hér að framan, er því niðurstaða Samkeppniseftirlitsins varðandi vöru- og þjónustumarkað málsins sú að markaðurinn fyrir eignastýringu greinist í eftirfarandi undirmarkaði:¹⁸

- a) Markað fyrir verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði sem öllum stendur til boða.
- b) Markað fyrir eignastýringu fyrir stofnanafjórfa og aðra fjársterka fagfjórfa.
- c) Markað fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga.

og hugsanlega:

- d) Markað fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir viðskiptavini einkabankaþjónustu.

Við mat á markaðshlutdeild, í kafla hér aftar, hefur stýring sérgreindra safna fyrir viðskiptavini einkabankaþjónustu verið talin með heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu en með leiðréttingu fyrir innbyrðis eign milli viðkomandi safnstýringar og sjóða í stýringu undir sömu samstæðu. Er það gert til að fyrirbyggja tvítalningu. Í þessu sambandi skal á það bent að talsvert er um að einkabankasparnaður sé fjárfestur í sjóðum sem stýrt er af aðila innan sömu samstæðu.

Loks skal þess getið að hér hefur ekki verið talin ástæða til að greina markaði niður eftir því hvort stýring sé virk eða vísitölustýring enda lítið um vísitölustýringu héraendis. Framboðsstaðgöngusjónarmið gefa til kynna að ekki myndi fylgja því mikill viðbótarkostnaður fyrir einstök eignastýringarfyrirtæki að fjölga valkostum á sviði slíkrar stýringar ef aukinn áhugi vaknaði á slíkri stýringu á eftirspurnarhlið markaðarins.

1.4.6 Landfræðilegur markaður málsins

Í ákvörðun SE nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingabanka hf.*, var niðurstaðan sú að landfræðilegur markaður málsins væri Ísland. Var sú niðurstaða einkum byggð á því að viðkomandi aðilar þjónustuðu viðskiptavini á landinu öllu og þorri

¹⁷ Sjá mál COMP M. 4844 Fortis/ABN Amro Assets; COMP/M. 3894 Unicredito/HVB og COMP/M. 1453 AXA/GRE.

¹⁸ Framangreind flokkun er áþekk skiptingu þeirri sem sett var fram í riti Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á krossgötum*, en þó ekki í smáatriðum.



viðskiptavina þeirra væru íslenskir. Samrunaaðilar telja hið sama eiga við í þessu máli. Í málum sem komið hafa til kasta framkvæmdastjórnar ESB hafa markaðir fyrir eignastýringu verið taldir taka til viðkomandi lands í heild eða víðar. Í tilviki eignastýringar fyrir stofnanafjórfa (e. *institutional clients*) hefur framkvæmdastjórnin talið að landfræðilegi markaðurinn kunni að vera víðari en heimamarkaður viðkomandi ríkis. Hins vegar hefur framkvæmdastjórnin talið að landfræðilegi markaðurinn fyrir stýringu opinna sjóða um sameiginlega fjárfestingu sem markaðssettir eru gagnvart almenningi ættu að teljast takmarkaður við heimamarkað viðkomandi ríkis vegna mikilvægis dreifingarhluta starfseminnar.¹⁹

Að mati Samkeppniseftirlitsins má telja að ekkert hafi komið fram í máli samrunaaðila eða í gagnaöflun sem bendir til annars en það gefi fullnægjandi mynd af landfræðilega markaðnum í þessu máli að skilgreina hann sem landið Ísland heilt og óskipt í tilviki smásöluviðskiptavina. Er það í samræmi við fordæmismál í EES/ESB samkeppnisrétti sbr. umfjöllun hér að framan þar sem vísað er til mikilvægis innlendrar smásöludreifingar.

Þar sem stýring íslenskra eignastýringarfyrirtækja í tilviki þess viðskiptavinahóps sem samanstendur af stofnanafjórfa og öðrum fjársterkum fagfjórfa lýtur að langmestu leyti að stýringu fyrir innlenda aðila í innlendum verðbréfum, telur Samkeppniseftirlitið að það gefi nægilega skýra mynd af markaðshlutdeildinni að miða almennt einnig við þessa sömu landfræðilegu markaðsskilgreiningu í tilviki stýringar fyrir þennan viðskiptamannahóp. Engu að síður þarf í þessu sambandi að hafa í huga að stýring íslenskra eignastýringarfyrirtækja og banka á sjóðum sem fjórfa í erlendum verðbréfum má sín að líkindum fremur lítils í samkeppni við erlend eignastýringarfyrirtæki í tilviki þess viðskiptavinahóps sem samanstendur af fagfjórfa. Í þessu sambandi má benda á að fjárfestingar almennu lífeyrissjóðanna í erlendum verðbréfum eiga sér að meginuppistöðu til stað erlendis, þ.m.t. í erlendum verðbréfa- eða fjárfestingarsjóðum. Í þessu sambandi má nefna að samanlagðar erlendar eignir samtryggingadeilda lífeyrissjóðanna námu alls um 1.000 mö.kr. í árslok 2018 samkvæmt samantekt Seðlabankans sem jafngildir um 26% af samanlögðum heildareignum samtryggingadeildanna. Til samanburðar námu samanlagðar eignir þeirra sjóða eignastýringarfyrirtækja sem fjórfa aðallega í erlendum verðbréfum rétt innan við 130 mö.kr. í lok árs 2018. Tekið skal fram að hér er eingöngu átt við sjóði sem reknir eru á grundvelli laga nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjórfa. Almennu lífeyrissjóðirnir eiga lítið í þeim innlendu sjóðum sem fjórfa aðallega í erlendum verðbréfum. Hins vegar er fjárfest í erlendum verðbréfum/sjóðum fyrir þá almennu lífeyrissjóði sem eru í sérgreindri stýringu hjá viðskiptabönkunum sjálfum. Slík útvistun stýringar frá almennu lífeyrissjóðunum hefur hins vegar farið minnkandi samkvæmt innsendum svörum sem bárust í tengslum við gagnaöflun í máli þessu.

Með vísan til framangreinds gæti mögulega verið viðeigandi að taka hlutdeild erlendra eignastýringarfyrirtækja með í reikninginn í tilviki stofnanafjórfa og annarra fjársterkra fagfjórfa í síðari málum, einkum ef það varðar miklu í þeim málum hvernig hlutdeild í stýringu í erlendum verðbréfum skiptist.²⁰ Í því tilviki þyrfti þó nánari rannsóknar við. Í þessu máli er hins vegar ekki nauðsynlegt að taka þetta til nánarrar skoðunar.

¹⁹ Sjá ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli M.8359 – *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments*.

²⁰ Í þessu sambandi skal á það bent að skammt er síðan gjaldeyrishöftum var aflétt og almennu lífeyrissjóðirnir hafa undanfarin misseri fjárfest í auknum mæli erlendis.



2. Markaðshlutdeild í eignastýringu

Eins og áður hefur komið fram réðst Samkeppniseftirlitið í allítarlega gagnaöflun í máli þessu sem beindist að eignastýringarmarkaði. Gagnaöflunin var útfærð einkum með það fyrir augum að geta metið hvernig hlutdeildin á eignastýringarmarkaði skiptist nákvæmlega eftir mismunandi mögulegum undirmarkaðsflokkunum og með það fyrir augum að geta leiðrétt fyrir innbyrðis krosseignarhaldi milli sjóða og eignasafna í stýringu innan sömu samstæðu.

Samrunaaðilar telja að miða ætti við heildarfjárhæð eigna í stýringu fremur en heildarfjárhæð þóknana við mat á markaðshlutdeild. Benda þeir m.a. á að tvö fyrirtæki sem stýra jafnmiklum eignum geti verið með misháar þóknatekjur vegna ólíkra verðskráa, en í slíkum tilvikum telja samrunaaðilar óeðlilegt að líta svo á að það þeirra sem hafi hærri tekjur teljist vera með hærri markaðshlutdeild þar sem bæði séu með sömu fjárhæð eigna í stýringu.

Í fyrri málum hefur Samkeppniseftirlitið einkum litið til verðmætis eigna í stýringu við mat á stöðu fyrirtækja á umræddum markaði, t.d. í skýrslu SE nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á Krossgötum* og ákvörðun SE nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.* Að mati Samkeppniseftirlitsins getur það farið eftir eðli hvers máls hvort nægilegt og viðeigandi sé að taka mið af verðmæti eigna í stýringu. Hafa ber í huga í þessu sambandi að eignastýring felur í sér verulegt stærðarhagræði sem þýðir að eftir því sem meiri verðmæti eru í stýringu því meiri er hagnaður af stýringunni við óbreyttum þóknunum í hlutfalli af stærð sjóðs. Þannig ættu eignastýringarfyrirtæki sem hafa mikil verðmæti í stýringu að hafa tók á að bjóða lægri þóknahlutföll fyrir stýringu heldur en smærri aðilar. Þar af leiðandi er óvarlegt að ætla að tekjur af stýringu gefi betri mynd af markaðshlutdeild og markaðsstyrk heldur en verðmæti í stýringu.

Sé tekið mið af verðmæti eigna í stýringu telur Samkeppniseftirlitið að gagnlegt sé við mat á markaðshlutdeild að leiðrétt fyrir áhrifum innbyrðis fjárfestinga milli sjóða og safna á milli í stýringu innan samstæðu sama aðila. Slíkar innbyrðis fjárfestingar geta þanið út eignagrunninn með þeim afleiðingum að verðmæti eigna í stýringu samsvari ekki lengur eiginlegri markaðshlutdeild á grundvelli fjárfestinga frá viðskiptavinum. Við gagnaöflun þessa óskaði Samkeppniseftirlitið því eftir upplýsingum um slíka innbyrðis eign. Í ljós kom að slík innbyrðis eign breytti ekki miklu um hlutdeildina því innbyrðis eign var til staðar hjá öllum eignastýringaraðilunum þ.a. möguleg bjögun hlutdeildar vegna innbyrðis eignar sjóða og safna innan sömu samstæðu jafnaðist að miklu leyti út.

Í málinu var ekki aflað upplýsinga um innbyrðis tekjur sjóða á milli heldur eingöngu upplýsinga um tekjur af stýringu hvers sjóðs fyrir sig í heild. Að þessu leyti telur Samkeppniseftirlitið að mat á grundvelli eigna í stýringu sem leiðrétt er fyrir innbyrðis eign gefi betri mynd af hlutdeild heldur en tekjur í heild. Þá er ekki víst að tekjubyggt mat á markaðshlutdeild gefi sem besta mynd af markaðshlutdeild ef horft er á markaðinn út frá samstæðugrunni banka sem eiga öflug eignastýringarfyrirtæki. Á samstæðugrunni gæti verið rökrétt að taka með í reikninginn tekjur sem myndast vegna munarins á kaup- og sölugengi sjóða eða upphafspóknunar en ætla má að sá munur eða þóknun renni a.m.k.



að hluta til dreifingaraðila, þ.e. viðkomandi banka, en ekki til rekstrarfélags sjóðanna. Þá er ekki útilokað að í vissum tilvikum geti verið viðeigandi að taka með í reikninginn tekjur verðbréfamíðlunar viðkomandi banka af verðbréfavíðskiptum sjóða í stýringu innan sömu samstæðu en gera má ráð fyrir að meginhluta slíkra víðskipta sé almennt beint til verðbréfamíðlunar innan sömu samstæðu. Þannig gætu tekjur verið vanmetnar á samstæðugrunni ef eingöngu er tekið mið af tekjum rekstrarfélags af stýringu.

Með vísan til alls framangreinds er hér látið nægja að miða við og gera grein fyrir tölulegu mati á markaðshlutdeild á grundvelli verðmætis eigna í stýringu.²¹ Sú eignahlutdeild sem miðað er við byggist á þeim eignastofni í stýringu sem fæst út eftir að innbyrðis eign sjóða og safna á milli innan samstæðu eignastýringaraðila hefur verið dregin frá. Eins og áður segir dróst upp áþekk mynd af áhrifum samrunans ef miðað var við „brúttó“ eignaverðmæti í stýringu.

Eins og áður hefur komið fram gilda ekki takmarkanir um það hver getur fjárfest í þeim tegundum sjóða sem nefndir eru verðbréfasjóðir og fjárfestingarsjóðir í lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestingarsjóði. Krafa um lágmarkskaup í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum er mjög lág og mætti vísa til þess markaðar sem þessir sjóðir mynda til samans sem smásölusjóðamarkaðar. Hlutdeild aðila sem bjóða upp á slíka sjóði skiptist svo í lok ársins 2018:

| Tafla 1 | |
|--|-----------|
| Verðbréfasjóðir og fjárfestingarsjóðir | Hlutdeild |
| Júpiter – Rekstrarfélag (dótturfélag Kviklu) | 5-10% |
| GAMMA Capital Management | 0-5% |
| Landsbréf | 20-25% |
| Íslandssjóðir | 30-35% |
| Stefnir | 20-25% |
| Íslensk verðbréf hf. og ÍV sjóðir hf. | 5-10% |
| Aðrir | 0-5% |

Alls bjóða átta eignastýringarfyrirtæki upp á verðbréfa- og fjárfestingarsjóði á smásölusjóðamarkaði og er Íslandsbanki með mesta hlutdeild á honum. Eins og fram kemur í töflu 1 er hlutdeild samrunaaðila fremur lítil samanborið við hlutdeild hvers stóru víðskiptabankanna þriggja á þessu sviði. Í meginatriðum má segja að áhrif samrunans á þessum almenna markaði sem tafla 1 tekur til séu tiltölulega lítil vegna lítillar hlutdeildar Gamma á þessu sviði.

Séu tekin með í reikninginn og bætt við eignastofninn í töflu 1 verðmætum þeirra eigna sem liggja í sérgreindum söfnum sem stýrt er fyrir aðra en fagfjárfesta/stofnanafjárfesta, gjarnan sem hluti af einkabankapjónustu fyrir efnaðri og auðuga einstaklinga, þá greindist hlutdeildin svo í lok ársins 2018:²²

²¹ Þess skal getið að mat á grundvelli tekna fyrir einstaka undirmarkaði breytti ekki í meginatriðum þeirri mynd sem upp dróst af áhrifum samrunans samanborið við mat á grundvelli verðmætis eigna í stýringu.

²² Eins og áður hefur komið fram er hér búið að leiðrétta fyrir innbyrðis fjárfestingu út úr söfnunum og inn í sjóði sem reknir eru innan sömu samstæðu. Er það gert til að fyrirbyggja tvítalningu.



| Tafla 2 | |
|--|-----------|
| Vbsj. og Fjsj. + sérgreind stýring f. alm. fjárfesta | Hlutdeild |
| Samstæða Landsbankans | 20-25% |
| Samstæða Íslandsbanka | 30-35% |
| Samstæða Arion banka | 20-25% |
| Samstæða Kvikú | 10-15% |
| GAMMA Capital Management | 0-5% |
| Íslensk verðbréf hf. og ÍV sjóðir hf. | 5-10% |
| Aðrir | 0-5% |

Þar sem markaðshlutdeildin í töflunum er gefin upp á bili kemur ekki fram hvernig hlutdeildin breyttist við að bæta sérgreindu stýringunni við. Enda þótt hlutdeildin virðist ekki hafa færst til miðað við þá framsetningu sem er í töflunum (á bilum), þá varð nokkur breyting á hlutdeildinni hjá hverjum og einum innan hvers bils við að bæta sérgreindu stýringunni við.²³ Í meginatriðum má segja að áhrif samrunans á grundvelli þeirra skiptingar sem fram kemur í töflu 2 séu tiltölulega lítil vegna lítillar hlutdeildar Gamma á þessu sviði.

Eins og áður hefur komið fram gilda takmarkanir um það hvers konar fjárfestar hafa heimild til að fjárfesta í þeim tegundum sjóða sem nefndir eru fagfjárfestastjóðir í lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestastjóði. Eins og nafnið gefur til kynna geta aðeins fagfjárfestar gerst hlutdeildarhafar í slíkum sjóðum. Þá fjárfesta almennt aðeins fagfjárfestar í samlagshlutafélögum og hlutafélögum sem rekin eru af eignastýringarfyrirtækjum sem fjárfestastjóðir til viðbótar við þá sjóði sem nefnast fagfjárfestastjóðir. Hægt er að vísa til þess markaðar sem viðkomandi sjóðir og (samlags)hlutafélög mynda til samans sem fagfjárfestastjóðamarkaðar. Hlutdeild aðila sem bjóða upp á slíka stýringu skiptist svo í lok ársins 2018:

| Tafla 3 | |
|--|-----------|
| Fagfjárfestastjóðir og (samlags)hlutafélög | Hlutdeild |
| Samstæða Kvikú | 15-20% |
| GAMMA Capital Management | 20-25% |
| Landsbréf | 10-15% |
| Íslandssjóðir | 0-5% |
| Stefnir | 35-40% |
| Íslensk verðbréf hf. og ÍV sjóðir hf. | 0-5% |
| Aðrir | 5-10% |

Líkt og fram kemur í töflu 3 hafa samrunaaðilar sterkari stöðu á fagfjárfestamarkaði heldur en á almenna markaðnum (sbr. töflu 2). Áhrif samrunans virðast því mest á þeim undirmarkaði sem snýr að eignastýringu fyrir fagfjárfesta. Í þessu sambandi vega sjóðir

²³ Á grundvelli samkeppnisréttalegra sjónarmiða eru hlutdeildir aðeins birtar hér á bili.



sem stofnaðir hafa verið utan um fasteignatengd verkefni býsna þungt hjá Gamma. Séu tekin með í reikninginn og bætt við eignastofninn í töflu 3 verðmætum þeirra eigna sem liggja í sérgreindum söfnum sem stýrt er fyrir fagfjárfesta (t.d. almenna lífeyrissjóði), þá greindist hlutdeildin svo í lok ársins 2018:²⁴

| Tafla 4 | |
|---|-----------|
| Sjóðir + sérgreind stýring fyrir fagfjárfesta | Hlutdeild |
| Samstæða Landsbankans | 10-15% |
| Samstæða Íslandsbanka | 5-10% |
| Samstæða Arion banka | 40-45% |
| Samstæða Kvikú | 15-20% |
| GAMMA Capital Management | 10-15% |
| Íslensk verðbréf hf. og ÍV sjóðir hf. | 5-10% |
| Aðrir | 0-5% |

Að mati Samkeppniseftirlitsins gefur tafla 4 heildstæðari mynd af hlutdeildinni á eignastýringarmarkaði hvað varðar þjónustu við fagfjárfesta heldur en tafla 3. Áþekk mynd dregst hér upp og í töflu 3. Áhrif samrunans virðast því mest á þeim undirmarkaði eignastýringar sem snýr að þjónustu við fagfjárfesta. Sameinað fyrirtæki samrunaaðila mun hafa næstmesta hlutdeild á þessum undirmarkaði, þ.e. á eftir samstæðu Arion banka.

Eins og áður hefur komið fram í ákvörðun þessari, telst stýring séreignarlífeyrissparnaðar falla undir eignastýringarmarkaðinn eins og hann var skilgreindur hér að framan. Um síðustu áramót skiptist hlutdeild aðila í slíkri stýringu með svohljóðandi hætti í lok ársins 2018:²⁵

| Tafla 5 | |
|--|-----------|
| Séreignarlífeyrissparnaður* | Hlutdeild |
| Samstæða Landsbankans | 20-25% |
| Samstæða Íslandsbanka | 5-10% |
| Samstæða Arion banka | 35-40% |
| Samstæða Kvikú | 0-5% |
| GAMMA Capital Management | 0% |
| Alm. lífeyrissjóðir - Séreignarlífeyrissparnaður | 30-35% |

*) Líftryggingasamningar Allianz og Bayern eru ekki meðtaldir hér. Sjá umfjöllun í markaðsskilgreiningarkafli.

Eins og fram kemur í töflu 5 er samstæða Arion banka stærsti aðillinn á þessum markaði. Lítil hlutdeild Íslandsbanka á þessum markaði skýrist í meginatriðum af því að Almenni lífeyrissjóðurinn fluttist frá Íslandsbanka á eftirhrunsárunum en stýring Íslenska lífeyrissjóðsins fer sem fyrr fram hjá Landsbankanum og stýring Frjálsa lífeyrissjóðsins er

²⁴ Eins og áður hefur komið fram er hér búið að leiðrétta fyrir innbyrðis fjárfestingu út úr söfnunum og inn í sjóði sem reknir eru innan sömu samstæðu. Er það gert til að fyrirbyggja tvítalningu.

²⁵ Að mati Samkeppniseftirlitsins standa eftirspurnarstaðgöngurök til þess að telja innlánsreikninga sem stofnaðir eru utan um bundinn séreignarlífeyrissparnað með markaðnum fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar. Átt er við sparnað sem tekið er við til ávöxtunar á grundvelli heimildar til að taka við iðgjaldi með samningi um viðbótartryggingavernd samkvæmt lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Hefur slíkur sparnaður verið talinn með í töflunni.



sem fyrr hjá Arion banka. Að auki bjóða bankarnir upp á fleiri fjárfestingarleiðir fyrir séreignarlífeyrissparnað en sjóði, s.s. innstæðureikninga og verðbréfasöfn. Allt er það talið hér með. Þar sem Gamma rekur ekki stýringu utan um séreignarlífeyrissparnað, þá hefur samruninn ekki áhrif á þann undirmarkað, a.m.k. ekki með beinum hætti.

Sé litið á eignastýringarmarkaðinn í heild, þ.e. án þess að skipta honum upp í neins konar undirmarkaði, þá skiptist hlutdeildin svo um síðustu áramót:

| Tafla 6 | |
|--|-----------|
| Eignastýringarmarkaður í heild | Hlutdeild |
| Samstæða Landsbankans | 15-20% |
| Samstæða Íslandsbanka | 10-15% |
| Samstæða Arion banka | 35-40% |
| Samstæða Kvikú | 10-15% |
| GAMMA Capital Management | 5-10% |
| Íslensk verðbréf hf. og ÍV sjóðir hf. | 0-5% |
| Alm. lífeyrissjóðir - Séreignarlífeyrissparnaður | 10-15% |
| Aðrir sem bjóða upp á eignastýringu | 0-5% |

Líkt og fram kemur í töflu 6 trónir samstæða Arion banka allhótt yfir keppinautum sínum á heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu. Við samrunann yrði sameinað félag með áþekka hlutdeild og samstæða Landsbankans á markaðnum í heild.

3. Niðurstaða um samkeppnisleg áhrif samrunans

Hér verður fjallað um samkeppnisleg áhrif samrunans á þá markaði sem málið varða, einkum þó á eignastýringarmarkað.

3.1 Áhrif á markað fyrir eignastýringu

Í umsagnarferli við meðferð málsins kom almennt fram það mat hjá keppinautum, stórum jafnt sem smáum, að samkeppni væri hörð á eignastýringarmarkaði. Aðilar virtust ekki telja að samruninn myndi hafa neikvæð áhrif á samkeppni á markaðnum, heldur jafnvel auka hana. Fram kom hjá aðilum að ekki væri ólíklegt að aukin stærðarhagkvæmni sameinaðs félags myndi leiða til aukinnar verðsamkeppni. Slík aukin verðsamkeppni myndi þó geta gert smærri fyrirtækjum erfiðara um vik á markaðnum en þar sem smærri fyrirtækin einbeita sér fremur að óhefðbundnari fjárfestingarkimum markaðarins, á það hins vegar ekki við um alla smærri aðila. Verður nú vikið að greiningu á þeim gögnum sem fyrir liggja í málinu.

3.1.1 Stýring verðbréfa- og fjárfestingarsjóða og sérgreind stýring fyrir einstaklinga

Mat á markaðshlutdeild sýnir að stóru viðskiptabankarnir þrír hafa hver fyrir sig töluvert samkeppnisforskot á samrunaaðila í eignastýringu sjóða sem opnir eru öllum tegundum fjárfesta, þ.m.t. almennungi og fyrirtækjum sem ekki teljast fagfjárfestar. Stafar það að líkindum einkum af því að hver þessara banka um sig á sér lengri sögu en keppinautarnir og geta þeir með auðveldum hætti nálgast fjölmennan hóp mögulegra viðskiptavina gegnum heimabanka, þ.e. á grundvelli þess viðskiptasambands á sviði greiðsluþjónustu og annarrar þjónustu sem viðkomandi viðskiptavinir hafa þegar stofnað til við bankann.



Þannig nemur samanlögð hlutdeild rekstrarfélaga stóru viðskiptabankanna á sviði stýringar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða liðlega 80%.²⁶

Fyrir utan stýringu í gegnum verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, sem öllum standa opnir til fjárfestingar í, er einnig boðið upp á sérgreinda stýringu á markaðnum fyrir efnaðri einstaklinga, m.a. hjá bönkunum. Til þess að komast í þá stýringu þarf viðkomandi að eiga allnokkurt fé til að leggja í stýringuna en ekki er gerð krafa um að viðkomandi sé fagfjárfestir. Ef þetta fjárfestingarfé er talið með því fé sem liggur í verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum, þá kemur í ljós að samanlögð hlutdeild stóru viðskiptabankanna er litlu minni heldur en í tilviki verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða án þessarar sérgreindu stýringar.²⁷

Markaðsstyrkur stóru viðskiptabankanna í þessu sambandi tengist án efa því hvernig mismunandi fjármálaafurðum er dreift af bönkum. Í þeim efnun má vitna í ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB nr. COMP/M.2567, *Nordbanken/Postgiro*. Í henni komst framkvæmdastjórnin að þeirri niðurstöðu að ýmsar fjármálaafurðir sem markaðssettar eru gagnvart fyrirtækjum og einstaklingum tengist með víðtækum hætti vegna þess að þeim er dreift gegnum sömu útibú og netbanka. Þannig skapist markaðsstyrkur aðallega á dreifingarstiginu í tilviki sumra fjármálaafurða fremur en á framleiðslustiginu og umtalsverð framboðsstaðganga sé til staðar milli ýmissa afurða. Að mati Samkeppniseftirlitsins hefur framangreint ákveðna skírskotun hvað varðar markaðssetningu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða gagnvart almenningi í tilviki rekstrarfélaga verðbréfasjóða í eigu stóru viðskiptabankanna. Í gagnaöflun vegna rannsóknar Samkeppniseftirlitsins á samruna Kviku og Gamma kom fram það mat hjá ýmsum markaðsaðilum að það hafi þýðingu á sjóðastýringarmarkaði, að því er varðar sjóði sem opnir eru almenningi, að geta dreift sjóðum gegnum heimabanka. Töluverður samhljómur var hins vegar um að útibúanetið hefði litla þýðingu í þessu sambandi.

Að mati Samkeppniseftirlitsins komu ekki fram marktækar vísbendingar í gagnaöflun eða við rannsókn málsins að öðru leyti sem gáfu tilefni til að ætla að samrunaaðilar væru nánari keppinautar innbyrðis á sviði eignastýringar fyrir almenna fjárfesta (við stýringu sjóða sem öllum standa opnir) heldur en öðrum keppinautum á markaðnum. Á hinn bóginn kann sjóðavalkostum á markaðnum að fækka vegna samrunans, þ.e. ef einstakir verðbréfasjóðir og fjárfestingarsjóðir samrunaaðila verða sameinaðir eftir samrunann. Eins og vikið var að í markaðsskilgreiningarkaflanum hefur ekki tíðkast í sambærilegum málum á vettvangi framkvæmdastjórnar ESB að skipta eignastýringarmarkaði upp eftir fjárfestingarstefnu sjóða en slík aðgreining tengist vöruframboðinu, þ.e. sjóðavalkostunum sem boðið er upp á. Afmörkun markaðarins eftir fjárfestingarstefnu hefur ekki verið gerð í þessari ákvörðun, m.a. með vísan framangreinds fordæmis framkvæmdastjórnar ESB og framboðsstaðgöngusjónarmiða. Þrátt fyrir að það verði að teljast óhagfelld fyrir almenna fjárfesta ef vöruframboðið þrengist vegna samrunans, þá er einnig viðeigandi í þessu sambandi að taka tillit til lágrar markaðshlutdeildar samrunaaðila á smásölusjóðamarkaði

²⁶ Í þessu sambandi má benda á að einn umsagnaraðilinn í málinu taldi að viðskiptavinir sem kaupa hlutdeildarskírteini í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum séu oft nokkuð „captive“ þegar þeir væru einu sinni komnir í stýringu en langan tíma tæki að byggja upp viðskiptasamband þá sem krefðist mikillar fjárfestingar. Samkeppni frá smærri aðilum sé því takmörkuð á þessu sviði. Taldi þessi umsagnaraðili að samkeppni mætti vera meiri á þessum markaði en að sumu leyti mætti rekja það til þess að viðskiptavinirnir hreyfðu sig oft hægt.

²⁷ Í þessu sambandi hefur verið leiðrétt fyrir innbyrðis fjárfestingu út úr sérgreindri stýringu inn í sjóði sem stýrt er hjá rekstrarfélögum bankanna.



Í ljósi þess að sjóðavörufióra hins yfirtekna félags, Gamma, er áþekk því sem keppinautar bjóða upp á. Þetta er ein ástæða þess að ekki er talin þörf á að skipta markaðnum upp eftir fjárfestingarstefnu í þessari ákvörðun.

Eins og fram kom í kaflanum um markaðshlutdeild er augin samþjöppun vegna samrunans á sviði stýringar sjóða sem öllum standa opnir (verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða) tiltölulega lítil í samhengi við mikla hlutdeild rekstrarfélaga stóru viðskiptabankanna á þessum markaði. Í þessu sambandi hefur það þýðingu að hér að um er að ræða samruna tveggja tiltölulega smárra keppinauta á viðkomandi markaði. Í þessu ljósi er það niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að sú aukna samþjöppun sem á sér stað á markaðnum fyrir stýringu sjóða fyrir almenna fjárfesta sé það lítil að ekki sé nægt tilefni til að bregðast við því með íhlutun. Í þessu sambandi þarf m.a. að líta til þess að veruleg stærðarhagkvæmni er til staðar í eignastýringu, bæði vegna grunnkostnaðar sem tengist rekstrarumgjörðinni og vegna þess að beinn kostnaður í formi tímakaups greinenda og sjóðsstjóra við undirbúning kaup- og söluákvæðana, er hinn sami óháð stærð sjóðs (því stærri sem sjóðurinn er, því meiri er kostnaðarhagkvæmnin sem tengist greiningu og ákvarðanatöku). Hvað varðar kostnað við rekstrarumgjörðina, þá er til þess að líta að afla þarf nauðsynlegra tölvukerfa, standa undir bakvinnslukostnaði og uppfylla ýmsar kvaðir sem leiða af lögum sem m.a. hafa í för með sér eftirlitskostnað.

Með vísan til þess að stærðarhagkvæmni sameinaðs fyrirtækis ætti að vera meiri en aðskilinn rekstur félaganna tveggja býður upp á, má ætla að áhrif samrunans á samkeppni á þessum undirmarkaði kynnu að reynast jákvæð þar sem augin hagkvæmni ætti að gera sameinuðu fyrirtæki kleift að bjóða betri kjör en áður og veita stóru viðskiptabönkunum þannig aukið samkeppnisaðhald.²⁸ Í þessu sambandi skal einnig á það bent að fjártækni og væntanleg innleiðing nýrrar greiðslutílskipunar ESB, hinnar svonefndu PSD2 tilskipunar, ætti að geta gert sameinuðu fyrirtæki kleift að koma vöruframboði sínu með markvissari og aðgengilegri hætti en áður á framfæri við mögulega viðskiptavinum á smásölumarkaði og veita þannig sterkustu aðilunum á smásölumarkaðnum kröftugri samkeppni.

3.1.2 Stýring sjóða, (samlags)hlutafélaga og verðbréfasafna fyrir fagfesta

Eins og fram kom í kafla um markaðshlutdeild gætir áhrifa samrunans mest á markaðnum fyrir eignastýringu sem eingöngu stendur fagfjárfestum til boða.

Í svörum við gagnaöflun vegna máls þessa kom m.a. fram að einna mest samkeppni ríki á eignastýringarmarkaði um viðskipti almennu lífeyrissjóðanna. Það kemur í sjálfu sér ekki á óvart því í heild hafa almennu lífeyrissjóðirnir yfir miklum fjármunum að ráða. Jafnan er við því að búast að mest sé bitist um feitustu bitana. Þetta kemur einnig heim og saman við þá tölulegu niðurstöðu úr gagnaöflun í málinu að samanlagður hlutur almennu lífeyrissjóðanna nemur allt að 40-45% af samanlögðu nettóverðmæti eigna í þeirri stýringu sem eingöngu stendur fagfjárfestum til boða, og 20-25% af samanlögðu nettóverðmæti eigna í stýringu á eignastýringarmarkaðnum í heild (eins og hann er skilgreindur í ákvörðun þessari).²⁹

²⁸ Í umsögnum keppinauta um samrunann, komu ekki fram væntingar um samruninn myndi hafa neikvæð áhrif á samkeppni. Einn bankanna taldi raunar að samruninn myndi auka virka samkeppni.

²⁹ Þessi hlutföll eru reiknuð af nettóverðmæti í stýringu innan hverrar samstæðu, þ.e.a.s. af þeim stofni sem fæst út eftir að innbyrðis eign sjóða og safna á milli innan hverrar samstæðu hefur verið dregin frá.



Í töflu 7 kemur fram heildarverðmæti eigna almennu lífeyrissjóðanna samkvæmt samantekt Seðlabanka Íslands:³⁰

| Tafla 7. | |
|--|--------------|
| Eignir lífeyrissjóða skv. samantekt af heimasíðu Seðlabanka Íslands | |
| <i>Ma.kr.</i> | árslok 2018 |
| <i>Innlendar eignir alls</i> | 3.156 |
| þ.a. innlán | 145 |
| þ.a. útlán og markaðsskuldabréf | 2.336 |
| þ.a. innlend hlutabréf | 440 |
| þ.a. innlend hlutdeildarskírteini | 110 |
| þ.a. innlend hlutdeildarfyrirtæki | 101 |
| þ.a. annað innlent | 23 |
| <i>Erlendar eignir alls</i> | 1.084 |
| <i>Eignir alls</i> | 4.239 |

Eins og fram kemur í töflunni hér að ofan, þá námu heildareignir almennu lífeyrissjóðanna u.þ.b. 4.240 mö.kr. í árslok 2018. Séu eignir séreignardeilda Frjálsa lífeyrissjóðsins, Íslenska lífeyrissjóðsins og Almenna lífeyrissjóðsins dregnar frá (því þær teljast með eignastýringarmarkaði eins og hann er skilgreindur í ákvörðun þessari) nemur heildareign lífeyrissjóðanna um 3.900 mö.kr. Til samanburðar námu heildareignir í stýringu á eignastýringarmarkaði um 1.9 mö.kr. eftir að leiðrétt hefur verið fyrir innbyrðis fjárfestingum milli sjóða og safna innan sömu samstæðu. Þar af er drjúgur hluti í eigu almennu lífeyrissjóðanna eins og áður var getið.

Tilvist, stærð og ráðstöfun skyldulífeyrissjóðanna á því fé sem þeir hafa fengið til ávöxtunar hefur óhjákvæmilega áhrif á samkeppnismarkaðinn fyrir eignastýringu þótt þessir sjóðir teljist ekki hluti af markaðnum, sbr. umfjöllun í kafla um markaðsskilgreiningu. Skyldulífeyrissjóðirnir eru eins og fram hefur komið afar mikilvægir viðskiptavinir eignastýringarfyrirtækja og banka vegna umfangs fjárfestingar almennu lífeyrissjóðanna í sjóðum og félögum sem stýrt er af rekstrarfélögum í eigu stóru viðskiptabankanna, bönkunum sjálfum og fleiri aðilum. Einnig eru dæmi um að almennu lífeyrissjóðirnir hafi útvistað stýringu eigna til bankanna.

Eins og fram kom í máli umsagnaraðila í svörum við gagnaöflun Samkeppniseftirlitsins í málinu, þá hafa almennu lífeyrissjóðirnir svigrúm til að minnka og auka fjárfestingu í sjóðum og félögum sem stýrt er af einstökum eignastýringarfyrirtækjum. Í öllu falli geta almennu lífeyrissjóðirnir veitt umtalsvert kaupendaaðhald á grundvelli stærðar sinnar með því að þrýsta á um lægri þóknanir eða færa viðskipti sín á milli eignastýringaraðila ellegar með því að færa fjárfestingar sínar úr stýringu eignastýringarfélaga inn í eigin stýringu. Í þessu sambandi benti einn umsagnaraðila á að almennu lífeyrissjóðirnir hafi fjölgað starfsfólki í eignastýringu hjá sér á síðustu misserum. Hafa ber í huga að kaupendastyrkur

³⁰ Rétt er að taka fram að meðtalinn í þessari töflu er séreignarlífeyrissparnaður Frjálsa lífeyrissjóðsins, Íslenska lífeyrissjóðsins og Almenna lífeyrissjóðsins sem telst falla undir eignastýringarmarkaðinn í heild eins og hann er skilgreindur í ákvörðun þessari. Jafnframt eru inni í þessum tölum eignir lífeyrissjóða sem hafa útvistað eignastýringu sína.



almennu lífeyrissjóðanna vegur án efa þyngst í tilviki stærstu skyldulífeyrissjóðanna en engu að síður eiga smærri lífeyrissjóðirnir kost á að semja um stýringu við allmarga aðila þrátt fyrir að samruni sá er hér til skoðunar nái fram að ganga. Þess utan geta þeir sinnt stýringu sinni sjálfir.

Framangreindur kaupendastyrkur almennu lífeyrissjóðanna og almennt meiri kaupendastyrkur fagfjárfesta en almennra fjárfesta, felur í sér umtalsvert mótvægi gegn áhrifum aukinnar samþjöppunar á þeim hluta eignastýringarmarkaðarins sem þjónar stofnanafjárfestum og öðrum fagfjárfestum. Jafnframt er til þess að líta að fleiri eignastýringarfyrirtæki þjóna þessum hluta markaðarins heldur en almenningi.

Þá er til þess að taka, eins og ýmsir umsagnaraðilar bentu á, að stóru viðskiptabankarnir þrír njóta sterkar stöðu almennt á fjármálamarkaði og ætti því samruninn ekki að geta raskað samkeppni á markaðnum. Fjárhagslegur styrkleiki stóru viðskiptabankanna þriggja hefur hér ákveðna þýðingu m.a. að mati Samkeppniseftirlitsins. Eftirfarandi tafla varpar ljósi á fjárhagslegan styrkleika samrunaaðila samanborið við hvern stóru viðskiptabankanna þriggja:

| Ma.kr. | Gamma | Kvika | Landsb. | Arion | Íslandsb. |
|--------------------|-------|-------|---------|-------|-----------|
| Heildareignir | 3,2 | 88 | 1.326 | 1.164 | 1.130 |
| Eigið fé | 2,0 | 13 | 240 | 201 | 176 |
| Hagnaður e. skatta | 0,6 | 1,8 | 19,3 | 7,8 | 10,6 |

** Tölurnar fyrir Gamma eru fyrir árið 2017.*

Eins og lesa má út úr töflu 8 er sameinað félag langt frá því að hafa yfir að ráða sambærilegum fjárhagslegum styrk og stóru viðskiptabankarnir þrír.

Einnig kom fram af hálfu umsagnaraðila, hvað varðar eignastýringu fyrir fagfjárfesta, að rekstrarfélög sjóða í eigu bankanna hafi notið þess í gegnum tíðina að búa í nábýli við ýmis starfssvið viðkomandi banka sem m.a. geti skapað verkefnaflæði til viðkomandi rekstrarfélaga. Þannig kunni viðskiptavinur að leita til fyrirtækjaráðgjafar með verkefni, fyrirtækjalánasvið útvegi lánaþyrngreiðslu og verkefnið endi hjá eignastýringu til framtíðar. Ætla má að Kvika búi nú þegar við sambærilega aðstöðu og stóru viðskiptabankarnir þrír að þessu leyti en taka verður mið af því að Kvika er afar smár banki í samanburði við stóru viðskiptabankana þrjá.

Með vísan til alls framangreinds telur Samkeppniseftirlitið ekki tilefni til að bregðast sérstaklega við þeirri auknu samþjöppun sem um ræðir vegna samrunans á markaðnum fyrir eignastýringu fyrir fagfjárfesta.

3.1.3 Eignastýringarmarkaðurinn í heild

Líkt fram hefur komið hér að framan, þá telur Samkeppniseftirlitið ekki tilefni til að hlutast til vegna áhrifa samrunans á einstaka undirmarkaði eins og þeir hafa verið skilgreindir hér framar í ákvörðun þessari. Í þessu sambandi skal áréttað að samruninn hefur engin áhrif á markaðinn fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar því Gamma rekur ekki slíka starfsemi.



Í heild leiðir samruninn til þess að markaðshlutdeild samrunaaðila á heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu styrkist nokkuð. Eins og áður segir hefur samruninn lítil áhrif á hlutdeild á smásölusjóðamarkaði en samþjöppun markaðshlutdeildar eykst nokkuð fagfjárfesta-sjóðamarkaði. Það skiptir verulegu máli í þessu sambandi að á þeim markaði (jafnt sem smásölusjóðamarkaði) etur sameinað félag kappi við öfluga keppinauta sem búa yfir miklum fjárhagslegum styrkleika, þ.e. við stóru viðskiptabankana þrjá. Jafnframt býr sameinað félag við öflugt kaupendaaðhald frá almennu lífeyrissjóðunum.

3.2 Markaðir sem fjárfestingar sjóða í stýringu samrunaaðila beinast að

Í samrunaskrá segir að Gamma teljist ekki fara með yfirráð félaga sem sjóðir í rekstri Gamma hafa fjárfest í. Engu að síður er tekið sérstaklega fram að það sé mat samrunaaðila að engin skörun sé fyrir hendi í atvinnurekstri félaga sem sjóðir í rekstri GAMMA annars vegar og Kviku hins vegar fari með yfirráð yfir. Þó megi færa rök fyrir því að starfsemi umræddra félaga, sem sjóðirnir hafa fjárfest í, kunni að skarast í félögum sem vinna að fasteignaþróunarverkefnum, en þar sé ekki um að ræða eiginlegan markað í skilningi samkeppnisréttar, enda eru slík félög ekki með neina veltu og stunda ekki atvinnurekstur, þótt þau kunni að koma til með að gera það síðar, þegar kemur ýmist að sölu eða útleigu umræddra fasteigna.

Rétt er að taka fram að í fyrri málum hefur Samkeppniseftirlitið ekki verið sammála þeirri ályktun samrunaaðila að þeir og önnur fjármálafyrirtæki fari ekki með yfirráð sjóða sem þeir stýra og fjárfesta í atvinnufyrirtækjum.³¹

Athugun Samkeppniseftirlitsins rennir aftur á móti stoðum undir það mat samrunaaðila að helst kynni að vera til þess að líta að ákveðin skörun virðist eiga sér stað í starfsemi félaga sem sjóðir samrunaaðila hafa fjárfest í á sviði fasteignaþróunarverkefna. Stærð slíkra sjóða í stýringu samrunaaðila bendir hins vegar ekki til þess að tilefni sé til nánari skoðunar. Í þessu sambandi skiptir máli að skörunin er ekki ýkja mikil því umsvif Kviku á sviði fasteignasjóðareksturs er lítil í samanburði við umsvif Gamma í slíkum rekstri.

Í þessu sambandi má benda á að u.þ.b. 7000 íbúðir eru í byggingu um þessar mundir, samkvæmt mánaðarskýrslu Íbúðalánasjóðs (febrúar 2019). Út frá meðalfermetraverði á íbúðamarkaði, varlegu mati á meðalstærð framangreindra íbúða sem eru í byggingu og þessum fjölda íbúða, má reikna út mögulegt heildarsöluverðmæti þessara íbúða þegar þær hafa verið fullkláraðar. Með hliðsjón af því mati og samanlagðri stærð viðkomandi sjóða í stýringu hjá samrunaaðilum er nærtækt að álykta að þau mögulegu áhrif sem samruninn kynni að hafa í för með sér á íbúða- og íbúðaleigumarkað séu mjög takmörkuð.

Að því er varðar möguleg áhrif samrunans á atvinnuhúsnæðismarkað vegna sjóðahalds samrunaaðila á því sviði, þá mæta samrunaaðilar þar afar öflugum keppinautum sem eru Reitir, Reginn og Eik fasteignafélög. Þess utan starfa fleiri aðilar á atvinnuhúsnæðismarkaði. Afar ósennilegt er að skörun sem leiðir af eignum sjóða í stýringu hjá samrunaaðilum í formi atvinnuhúsnæðisþróunarverkefna geti mögulega haft teljandi samkeppnislega þýðingu á þessum markaði.

³¹ Sjá hér t.d. ákvarðanir Samkeppniseftirlitsins nr. 2/2014, *Kaup SF IV slhf. á Skeljungu hf.*, nr. 17/2018, *Kaup Almenna leigufélagsins ehf. á Reykjavík Apartments ehf.*, X459 ehf. og L56 ehf., nr. 24/2014, *Sameiginleg yfirráð Eddu slhf. og Stekks fjárfestingarfélags ehf. yfir Securitas hf.* o.fl.



Með vísan til alls framangreinds fást ekki séð vísbendingar sem gefa tilefni til þess að greina nánar áhrif samrunans á markaði sem fjárfestingar sjóða í stýringu samrunaaðila beinast að. Þær upplýsingar sem fram hafa verið lagðar af samrunaaðilum og önnur fyrirbyggjandi gögn gefa til kynna að áhrif samrunans að þessu leyti gefi ekki tilefni til íhlutunar.

3.3 Áhrif á markað fyrir fyrirtækjaráðgjöf

Samrunaaðilar telja að markaðshlutdeild sameinaðs fyrirtækis sé aðeins [...] % á þessum markaði.³² Telja samrunaaðilar óhætt að halda því fram að lítil sem engin samþjöppun komi til með að verða á umræddum markaði í kjölfar samrunans í ljósi þess hve óveruleg umsvif Gamma eru á þessum undirmarkaði.

Í máli þessu er það niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að óþarft sé að fjalla nánar um þá hlið samrunans sem lýtur að fyrirtækjaráðgjöf. Starfsemi Gamma er tiltölulega smá í sniðum á þessum undirmarkaði og þótt Kvika hafi hins vegar allmikil umsvif á sviði fyrirtækjaráðgjafar, þá breytir það ekki því mati að áhrif samrunans á markaðinn fyrir fyrirtækjaráðgjöf eru lítil.³³ Á þessum markaði etur sameinað fyrirtæki m.a. kappi við stóru viðskiptabankana þrjá sem eru ekki aðeins öflugir keppinautar á þessu sviði heldur í afar sterkri stöðu á fjármálamarkaði almennt og njóta mikils fjárhagslegs styrks. Er þó ónefnd samkeppni frá fjölda annarra aðila, m.a. frá erlendum aðilum.

Í tengslum við framangreint vegur fjárhagslegur styrkur stóru viðskiptabankanna hvers fyrir sig þungt og ber jafnframt í þessu sambandi að hafa í huga að stóru viðskiptabankarnir þrír, hver fyrir sig, búa yfir viðskiptatengslum við mörg helstu fyrirtæki landsins á grundvelli lánastarfsemi sinnar sem getur veitt þeim ákveðið forskot í samkeppni á fjármálamarkaði. Ólíklegt er annað en að þessi viðskiptatengsl gagnist stóru viðskiptabönkunum ekki aðeins á sviði lánastarfsemi þeirra heldur styðji þau undir önnur viðskipti við viðkomandi fyrirtæki, m.a. á sviði fyrirtækjaráðgjafar.³⁴ Leiða má getum að því að þar sem sameinaður banki samrunaaðila ætti að njóta aukinnar stærðarhagkvæmni, ætti hann geta veitt stóru viðskiptabönkunum meira aðhald í samkeppni um stærri verkefni á sviði fyrirtækjaráðgjafar.

3.4 Áhrif á tengda markaði

Eftir samrunann er ekki ólíklegt að viðskipti sjóða Gamma með verðbréf muni í auknum mæli beinast til Kviku. Þannig kann samruninn að hafa áhrif á markað fyrir verðbréfamiðlun á þann hátt að styrkja markaðshlutdeild Kviku á því sviði.³⁵ Í kafla III. 2.3 í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, var fjallað býsna ítarlega um stöðuna á þessum markaði. Að mati Samkeppniseftirlitsins bendir ekkert til þess að sterk staða stóru viðskiptabankanna þriggja á þessum markaði hafi breyst mikið frá því að sú ákvörðun var tekin. Með vísan til þess, gagna málsins og þeirrar umfjöllunar sem fram kemur í ákvörðun nr. 17/2015, telur Samkeppniseftirlitið að möguleg áhrif samrunans á hlutdeild sameinaðs fyrirtækis í verðbréfamiðlun gefi ekki tilefni til íhlutunar.

³² Trúnaður ríkir um tölur í hornklofa.

³³ Rekstrartekjur Gamma vegna þessarar starfsemi eru t.a.m. áætlaðar [...]. (Trúnaður ríkir um texta í hornklofa.)

³⁴ Er þessu lýst á bls. 59-60 í skýrslu nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á krossgötum*.

³⁵ Verðbréfamiðlun er starfsleyfisskyld starfsemi skv. lögum um fjármálafyrirtæki. Verðbréfamiðlun felst í móttöku og miðlun fyrir mæla frá viðskiptavinum varðandi viðskipti með einn eða fleiri fjármálagerning og framkvæmd fyrir mæla fyrir hönd viðskiptavina.



Eftir samrunann er jafnframt líklegt að Kvika muni geta nýtt viðskiptasambönd sem Gamma hefur til að styrkja önnur svið bankans, s.s. á sviði fyrirtækjaráðgjafar og útlánastarfsemi. Slíkt gæti styrkt stöðu Kviku á viðkomandi mörkuðum. Með vísan til styrks stóru viðskiptabankanna á þessum sviðum fæst ekki séð að tilefni sé til að bregðast við samrunanum á grundvelli slíkrar mögulegrar þróunar.

4. Niðurstaða

Heildarniðurstaða Samkeppniseftirlitsins í þessu máli er sú að ekki séu fyrir hendi vísbendingar um að samruninn leiði til myndunar eða styrkingar markaðsráðandi stöðu samrunaaðila á neinum markaði. Jafnframt verður ekki séð að samkeppni á mörkuðum raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti. Sameinað fyrirtæki ætti hins vegar verða betur í stakk búið til að veita samstæðum stóru viðskiptabankanna þriggja öflugri samkeppni á þeim mörkuðum sem það starfar á.

IV.

Ákvörðunarorð:

„Samkeppniseftirlitið telur ekki ástæðu til að aðhafast vegna samruna Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.“

Samkeppniseftirlitið

Páll Gunnar Pálsson