

## Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni

### Minnisblað til undirbúnings umræðufundi miðvikudaginn 25. maí 2016

#### 1.

**Tilefni fundarins:** Nú þegar nokkuð er liðið frá hruni er tilefni til þess að staldra við og huga að stöðu samkeppninnar með tilliti til eignarhalds á atvinnufyrirtækjum. Talsverðar breytingar hafa orðið á eignarhaldi á fyrirtækjum frá hruni og ástæða er til að ræða hvað framtíðin kunni að bera í skauti sér, s.s. varðandi afnám gjaldeyrishafta og eignarhald á viðskiptabönkunum.

Þótt talsverð umræða hafi átt sér stað í samfélaginu um framangreint, þ. á m. um þátttöku lífeyrissjóða, stjórnarhætti fyrirtækja og eigendastefnu stærri hluthafa, hefur minna verið rætt um áhrif þessara þátta á samkeppni.

Í framsöguræðu fjármálaráðherra vegna frumvarps til laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er vikið að því að taka þurfi til skoðunar aukin umsvif lífeyrissjóðanna í eignarhaldi á atvinnufyrirtækjum.

Sjá: <http://www.althingi.is/altext/raeda/145/rad20160428T124214.html>

#### 2.

**Hlutverk Samkeppnis-eftirlitsins:** Það er hlutverk Samkeppniseftirlitsins að fylgjast með þróun á samkeppnisháttum í íslensku viðskiptalífi og kanna stjórnunar- og eignatengsl milli fyrirtækja. Þessi viðfangsefni eru hluti af ýmsum úrlausnum eftirlitsins, hvort sem um er að ræða skýrslur, úrlausnir í samrunamálum, markaðsrannsóknir eða rannsóknir á hugsanlegum brotum.

#### 3.

**Breytingar á eignarhaldi við hrunið:** Róttækar breytingar urðu við hrun þegar erfið fjárhagsstaða fyrirtækja leiddi til þess að mörg fyrirtæki komust beint og óbeint undir yfirráð hinna endurreistu viðskiptabanka. Samkeppniseftirlitið benti á ýmis samkeppnisleg vandamál sem leitt gætu af eignarhaldi bankanna á fyrirtækjum og setti þeim skilyrði sem miðuðu að því að hraða endurskipulagningu fyrirtækja og koma í veg fyrir að eignarhald bankanna skaðaði samkeppni á viðkomandi mörkuðum. Stefnumörkun eftirlitsins kemur m.a. fram í eftirfarandi úrlausnum:

- Álit nr. 4/2008, *Ákvarðanir banka og stjórnvalda um framtíð fyrirtækja á samkeppnismörkuðum*. Sjá: [http://www.samkeppni.is/media/alit-2008/alit3\\_2008\\_akvardanir\\_banko\\_og\\_stjornvalda\\_um\\_framtid\\_fyrirtaekja.pdf](http://www.samkeppni.is/media/alit-2008/alit3_2008_akvardanir_banko_og_stjornvalda_um_framtid_fyrirtaekja.pdf)
- Skýrsla nr. 2/2009, *Bankar og endurskipulagning fyrirtækja – stefnumörkun*. Sjá: <http://www.samkeppni.is/utgafa/frettir/nr/286>

Til viðbótar við skilyrði gagnvart bönkum hefur íhlutun eftirlitsins beinst að sjóðastýringarfyrirtækjum bankanna með það fyrir augum að tryggja að aðkoma þeirra að eignarhaldi á atvinnufyrirtækjum sé óháð viðkomandi banka sbr. t.d. ákvörðun nr. 7/2014, *Kaup Bekei hf. á [...] Kaupási [o.fl.]*. Sjá <http://www.samkeppni.is/utgafa/frettir/nr/2333>

Sömmuleiðis hefur íhlutun beinst að lífeyrissjóðum, sbr. ákvörðun nr. 1/2011, *Kaup Framtakssjóðs Íslands hf. á Eignarhaldsfélagi Vestia ehf.*, en skilyrðin miðuðu m.a. að því að tryggja að eignarhald lífeyrissjóðanna á FSÍ hefði ekki áhrif á fjárfestingar einstakra lífeyrissjóða.

4.

**Sama eignarhald á keppinautum:**

Eftir hrun hafa stofnanafjárfestar orðið mjög áberandi á meðal stærri eigenda atvinnufyrirtækja, einkum lífeyrissjóðir. Jafnframt eiga stofnanafjárfestar í vaxandi mæli eignarhluti í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði.

Dæmi um þetta er eignarhald á váttryggingafélögunum þremur sem skráð eru í kauphöllinni. Af 15 stærstu hluthöfum félaganna þriggja eru 6 fjárfestar þar á meðal sem eiga hlut í öllum félögunum og 3 fjárfestar til viðbótar eiga í tveimur félögunum. Fjórir stærstu stofnanafjárfestarnir sem eiga hlut í öllum félögunum eiga samtals 26% í Sjóvá, 25% í VÍS og 31% í TM. Annað dæmi eru fasteignafélögin. Af 15 stærstu hluthöfum skráðu fasteignafélaganna eru 5 stofnanafjárfestar eigendur hluta í öllum félögunum. Samanlagður eignarhlutur þeirra nemur 35 – 44% í hverju félagi.

Eignarhald stofnanafjárfesta í fyrirtækjum er algengt á öðrum samkeppnimörkuðum. Eignarhald sama fjárfestis á eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama samkeppnismarkaði er heldur ekki óþekkt annars staðar.

Áhrif eignarhalds fjárfesta í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði hefur verið rannsakað talsvert erlendis.<sup>1</sup> Niðurstöður nýlegra rannsókna fræðimanna í Bandaríkjunum á slíkum eignatengslum benda til þess að aukin eignatengsl á milli keppinauta á flugmarkaði annars vegar og bankamarkaði hins vegar hafi leitt til hærra verðs til viðskiptavina. Þarlend samkeppnisyfirvöld hafa tekið til skoðunar tiltekna markaði á grundvelli framangreindra rannsókna. Nefna má eftirfarandi umfjöllun:

- Azar, José and Schmalz, *Anti-Competitive Effects of Common Ownership* (2015). Sjá: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345)
- Azar, José and Raina, *Ultimate Ownership and Bank Competition* (2016).<sup>2</sup> Sjá: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252)
- Elhauge, *Horizontal Shareholding* (2016).<sup>3</sup> Sjá: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2632024](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2632024)
- The Economist: *Blunt elbows. There is less competition among banks than first meets the eye* (9. Jan. 2016).<sup>4</sup> Sjá: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21685482-there-less-competition-among-banks-first-meets-eye-blunt-elbows>
- Harvard school Law Forum on Corporate Governance and Financial Regulation: *Cross-Ownership by Institutional Investors* (31. Mars. 2016).<sup>5</sup> Sjá: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/03/31/cross-ownership-by-institutional-investors/>

Ekkert bendir til annars en að þessar rannsóknir hafi þýðingu hér á landi. Líklegt er að skaðleg áhrif eignarhalds af þessum toga geti verið enn meiri á mörkuðum þar sem mikil samþjöppun og fákeppni ríkir.

Samkeppniseftirlitið hefur fjallað talsvert um minnihlutaeignarhald fjárfesta í fleiri en einu fyrirtæki. Hefur eftirlitið bent á að minnihlutaeign í fleiri keppinautum geti leitt einhliða til minni hvata fyrir fyrirtækin til að keppa sín á milli. Í henni geti einnig falist aukin hætta á samráði eða þegjandi samhæfingu á milli keppinauta (e. horizontal coordinated effects). Þá geti orðið lóðrétt áhrif sem

<sup>1</sup> Sjá m.a. umfjöllun hjá Rotemberg (1984), Bresnahan & Salop (1986), Gordon (1990), Gilo (2000), O'Brien & Salop (2000) og Gilo et al. (2006).

leiða til útilokunar (e. vertical effects). Að síðustu kundi þessi staða að leiða til aðgangshindrana fyrir nýja keppinauta við vissar aðstæður. Eftirlitið hefur m.a. fjallað um þetta í eftirfarandi úrlausnum:

- Ákvörðun nr. 7/2014, Kafli 4.2.1, blr. 27.  
Sjá: <http://www.samkeppni.is/utgafa/frettir/nr/2333>.
- Frummatsskýrsla um eldsneytismarkaðinn, nr. 2/2015, kafli 5.6.3, bls. 138.  
Sjá: <http://www.samkeppni.is/samkeppnisreglur/markadsrannsokn/>
- Minnisblað um málefni váttryggingafélaga, lagt fyrir efnahags- og viðskiptanefnd 11. mars 2016.  
Sjá: <http://www.samkeppni.is/urlausnir/umsagnir/nr/2797>

## 5.

### Mikil þátttaka lífeyrissjóða í eignarhaldi:

Umfangsmikið eignarhald lífeyrissjóða á atvinnufyrirtækjum á sér augljósar skýringar. Fjárfestingar lífeyrissjóða í hlutabréfum eru eðlilegur liður í eignastýringu þeirra og fjárfestingargeta þeirra er mikil. Þannig hafa þrír stærstu lífeyrissjóðirnir yfir að ráða meira fjármagni en sem nemur markaðsvirði allra skráðra fyrirtækja á hlutabréfamarkaði. Þá er fjárfesting erlendra fagfjárfesta á Íslandi lítil og gjaldeyrishöft takmarka erlendar fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða.

Sú staðreynd að hver lífeyrissjóður má að hámarki eiga 15% í hverju fyrirtæki hefur mikil áhrif á dreifingu fjárfestinganna. Afleiðingin er sú að lífeyrissjóðirnir fjárfesta gjarnan í fleiri en einum keppinauti á sama markaði, sbr. umfjöllun hér að framan. Að mati Samkeppniseftirlitsins er ástæða til að skoða áhrif þessarar takmörkunar á samkeppni.

Samkeppniseftirlitið fjallaði sérstaklega um starfsemi lífeyrissjóða og þróun fjárfestingarmarkaðarins í ákvörðun nr. 7/2014, kafla 3.9, bls. 15.

Sjá: <http://www.samkeppni.is/urlausnir/akvardanir/nr/2331>

## 6.

### Eiga lífeyrissjóðir að vera virkir eða óvirkir?

Stóraukinn hlutur lífeyrissjóða í eignarhaldi á atvinnufyrirtækjum hefur leitt til þess að sjóðirnir hafa þurft að gera upp við sig hvort og þá hvernig þeir eigi að beita sér sem hluthafar. Það að lífeyrissjóðir séu óvirkir eigendur í núverandi umhverfi getur leitt til þess að smærri hluthafar öðlist áhrifavald í fyrirtækjum langt umfram eiginlega eignarhluti. Um leið verða sjóðirnir af tækifæri til að styðja við langtímahagsmuni af rekstri fyrirtækis, sem oft fer saman við hagsmuni almennings.

Á hinn bóginn getur það verið erfiðleikum bundið fyrir lífeyrissjóði að vera virkir eigendur, ekki síst ef þeir eiga eignarhluti í fleiri einu einu fyrirtæki á sama samkeppnismarkaði. Lífeyrissjóðir eru einnig útsettir fyrir gagnrýni almennings, vegna eðlis þeirra starfa sem þeir inna af hendi.

Ýmsir lífeyrissjóðir hafa sett sér hluthafastefnu þar sem lagðar eru línur um aðkomu þeirra að fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í. Til glöggvunar eru hér vísað í hluthafastefnur þriggja stærstu sjóðanna:

- Lífeyrissjóður verslunarmanna.  
Sjá: <http://www.live.is/fjarfestingar/gagnlegir-tenglar/hluthafastefna/nr/55>
- Lífeyrissjóðurinn Gildi.  
Sjá <http://www.gildi.is/sjodurinn/hluthafastefna/>
- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins.  
Sjá <http://www.lsr.is/media/log-og-samthykkir/Hluthafastefna-des-2013.pdf>

Hluthafastefna af þessu tagi er til þess fallin að auka gagnsæi og stuðla að trúverðugri aðkomu lífeyrissjóða að viðkomandi fyrirtækjum. Hún leysir hins vegar ekki hugsanleg samkeppnisleg vandamál þegar sami lífeyrissjóður er hluthafi í fleiri en einum keppinauti á sama markaði.

## 7.

### Leiðbeining Samkeppnis- eftirlitsins:

Samkeppniseftirlitið hefur á liðnum misserum beint því til lífeyrissjóða að huga að samkeppnissjónarmiðum í starfsemi sinni. Í því sambandi hefur Samkeppniseftirlitið tiltekið nokkur atriði sem flest hver geta einnig átt við um aðra stofnanafjórfa. Þau eru einkum þessi:

1. Lífeyrissjóðir eiga að keppa sín á milli um ávöxtunartækifæri og þeir mega ekki hafa samkeppnishamlandi samstarf um fjárfestingar. Takmarkað val sjóðsfélaga og skyldutrygging lífeyrisréttinda er nátengd starfskjörum launþega, sem ekki falla undir samkeppnislög. Það breytir ekki því að lögmál samkeppninnar eiga fyllilega við í ávöxtun iðgjalda.
2. Lífeyrissjóður ætti að forðast að eiga samkeppnislega mikilvægan eignarhlut í fleiri en einum keppinauti á sama markaði. Sjá kafla 4 hér að framan.
3. Lífeyrissjóðum ber að vinna gegn hvers konar blokkamyndun sem stafað getur af myndun fyrirtækjahópa undir sameiginlegu eignarhaldi þeirra.
4. Lífeyrissjóðum ber að skapa aga gagnvart bönkum og sporna þannig gegn mögulegum skaðlegum afleiðingum hagsmunatengsla innan þeirra. Hér er vísað til þess að bankar hafa ýmissa hagsmuna að gæta, eru oft í senn kröfuhafar, hluthafar, mögulegir fjárfestar og ráðgjafar við sölu. Fjallað er um þetta í skýrslu nr. 1/2013, *Fjármálalöngunusta á krossgotum*, kafla 14.d).

Sjá: [http://www.samkeppni.is/media/skyrslur-](http://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/skyrsla_01_2013_Fjarmalathjonusta_a_krossgotum.pdf)

[2013/skyrsla\\_01\\_2013\\_Fjarmalathjonusta\\_a\\_krossgotum.pdf](http://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/skyrsla_01_2013_Fjarmalathjonusta_a_krossgotum.pdf)

5. Lífeyrissjóðum ber að móta sér sjálfstæða stjórnarhætti og um leið eigendastefnu sem styður við samkeppni og framþróun atvinnulífs.

Nánar var fjallað um þetta á morgunverðarfundum um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf þann 15. nóvember 2013.

Sjá: [http://www.samkeppni.is/media/raedur-](http://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda_03_2013_PGP_Samkeppnin_og_hlutverk_lifeyrissjoda.pdf)

[2013/Raeda\\_03\\_2013\\_PGP\\_Samkeppnin\\_og\\_hlutverk\\_lifeyrissjoda.pdf](http://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda_03_2013_PGP_Samkeppnin_og_hlutverk_lifeyrissjoda.pdf)

## 8

### Til umræðu:

1. Hefur eignarhald á atvinnufyrirtækjum þróast til hins betra eða verra eftir hrun?
2. Hvaða áhrif mun afnám gjaldeyrishafta hafa á þróun eignarhalds á atvinnufyrirtækjum?
3. Ber að sporna við eignarhaldi sama fjárfestis í fleiri en einum keppinauti á sama markaði og þá hvernig? Kemur til álita að;
  - rýmka hámarksfjárfestingu lífeyrissjóða í hverju fyrirtæki (15% reglan)?
  - leyfa fjárfestingar í fleiri en einum keppinauti á sama markaði ef hluturinn er minni en 15% og viðkomandi fjárfestir hefur enga aðkomu að fyrirtækinu, s.s. með því að beita sér ekki á hluthafafundum (sambærilega reglu má finna í bandarískri löggjöf)?
  - kveða á um að meta skuli áhrif slíks eignarhalds í hverju tilviki?
4. Eiga lífeyrissjóðir að vera virkir eða óvirkir eigendur?
5. Á leiðbeining Samkeppniseftirlitsins í kafla 7 hér að framan rétt á sér? Eiga einhver atriðanna síður við?
6. Hvernig er hægt að tryggja fjölbreytt eignarhald á bönkunum og hver verður aðkoma lífeyrissjóðanna að því? Fer það vel saman að vera, allt í senn, viðskiptavinur, samstarfsaðili, keppinautur um húsnæðislán og eigandi?
7. Á Samkeppniseftirlitið að beita sér vegna eignarhalds á atvinnufyrirtækjum? Hver eru brýnustu verkefni?