

Samruni Skaga hf. og Íslenskra verðbréfa hf.

I. Samantekt

- Með ákvörðun þessari hefur Samkeppniseftirlitið lagt mat á samruna Skaga hf. (hér eftir „Skagi“) og Íslenskra verðbréfa hf. (hér eftir „ÍV“) í samræmi við ákvæði 17. gr. samkeppnislaga.
- Ljóst er að samruninn leiðir ekki til myndunar eða styrkingar markaðsráðandi stöðu samrunaaðila á neinum markaði. Aukin samþjöppun vegna samrunans á sér einkum stað á mörkuðum fyrir eignastýringu og markaðsviðskiptabjónustu en sú aukning samþjöppunar er ekki af stærðargráðu sem réttlætt gæti íhlutun. Í þessu sambandi ber einnig að líta til þess að ýmsir öflugir keppinautar starfa á viðkomandi mörkuðum, þar á meðal stóru viðskiptabankarnir þrír og Kvika banki hf. Þá hafa ekki komið fram vísbendingar af öðru tagi sem tilefni gætu gefið til íhlutunar á grundvelli samkeppnislaga. Rannsókn Samkeppniseftirlitsins á samrunanum hefur því lokið án íhlutunar eins og fram kemur í ákvörðunarorðum.

II. Samruninn, samrunaaðilar og markmið með samrunanum

- Samkvæmt 17. gr. samkeppnislaga telst samruni hafa átt sér stað þegar breyting verður á yferráðum til frambúðar. Samruni getur þannig m.a. falist í því að fyrirtæki taki yfir annað fyrirtæki eða það nái yferráðum í heild eða hluta yfir öðru fyrirtæki, t.d. með því að kaupa hluta af eignum þess eða þær allar, sbr. 1. mgr. 17. gr. laganna.
- Kaup Skaga hf. (hér eftir „Skagi“), sem áður hét Vátryggingafélag Íslands hf., á um 98,07% af heildarhlutafé Íslenskra verðbréfa hf. (hér eftir „ÍV“) fela í sér samruna í skilningi 17. gr. samkeppnislaga. Kaupsamningar er lúta að þessum eigendaskiptum voru undirritaðir þann 7. maí 2024. Seljendur eru Björg Capital Management ehf. (hér eftir „BCM“) og nokkrir aðilar sem fara með minnihluta hlutafjár í ÍV. Kaupin eru gerð með fyrirvara um samþykki Samkeppniseftirlitsins og Seðlabanka Íslands (fjármálaeftirlits).
- Samkvæmt samrunaskrá hafa Skagi og ÍV bein yferráð yfir eftirfarandi félögum:

Tafla 1. Yfirlit um félög sem Skagi og ÍV hafa bein yferráð yfir					
Skagi	Hluttur	Meginstarfsemi	Íslensk verðbréf	Hluttur	Meginstarfsemi
VÍS tryggingar hf.	100%	Skaðatryggingar	ÍV sjóðir ehf.	99,8%	Eignastýring
Líftrygg.félag Íslands hf.	99,9%	Persónutryggingar	ÍV ráðgjöf ehf.	100%	Fyrirtækjaráðgjöf ofl.
SIV eignastýring hf.	72%	Sjóðastýring	ÍV fjárfesting og þróun ehf.	100%	Fjárfestingar og þróun
Fossar fjárf.banki hf.	100%	Markaðsviðskipti, ráðgjöf ofl.			
VF Nord ehf.	100%	Eignarhald á 0,76% hlut í ÍV			
VIS UK Corp. Memb. Ltd.	100%	Engin starfsemi			



6. Eins og fram kemur í töflu 1 eru þrjú félög undir yfirráðum ÍV en Skagi festir aðeins kaup á einu þessara félaga samkvæmt kaupsamningnum, þ.e. ÍV sjóðum ehf.¹ Fram kemur að samhliða uppgjöri á viðskiptunum muni BCM kaupa alla hluti í ÍV ráðgjöf ehf., og allan rekstur fyrirtækjaráðgjafar félagsins ásamt réttindum og skuldbindingum. Jafnframt muni BCM kaupa alla hluti í ÍV fjárfestingum og þróun ehf. samhliða uppgjöri á viðskiptunum, þ.m.t. allan rekstur félagsins og skuldbindingar, rétt til tekna og árangurstengdrar þóknunar ásamt öllum samningum sem félagið er aðili að.
7. Samkvæmt samrunaskrá er Skagi váttryggingafélag sem skráð er á aðalmarkað Nasdaq Iceland hf. Frá samruna Váttryggingafélags Íslands hf. og Fossa fjárfestingarbanka hf. árið 2023 starfar félagið þó ekki aðeins á váttryggingamarkaði eins og fram kemur í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 27/2023, *Kaup Váttryggingafélags Íslands hf. á öllu hlutafé í Fossum fjárfestingarbanka hf.*, heldur einnig á mörkuðum fyrir fjárfestingarbankastarfsemi, markaðsviðskiptaþjónustu og eignastýringu.²
8. Fram kemur í samrunaskrá að unnið sé að færslu tryggingastarfsemi Skaga í aðgreint dótturfélag (VÍS tryggingar hf., hér eftir „VÍS“) en sú tilfærsla sé háð fyrirvara um samþykki Seðlabanka Íslands (fjármálaeftirlits). Að yfirfærslu lokinni verði Skagi eignarhaldsfélag á sviði fjármálamarkaðar eins og komist er að orði í samrunaskrá.
9. Sú starfsemi ÍV sem Skagi kaupir samkvæmt samrunatilkynningu felst í meginatriðum í eignastýringu og verðbréfamiðlun.³ Vikið er nánar að starfsemi félagsins í umfjöllun um markaðsskilgreiningar hér aftar.
10. Ljóst er að samrunaaðilar starfa að hluta til á sömu mörkuðum og er samruninn því að hluta láréttur í skilningi c-liðar 1. mgr., sbr. 2. mgr. 17. gr. samkeppnislaga.
11. Í töflu 2 hér að neðan koma fram upplýsingar um stærstu hluthafa Skaga og ÍV.⁴

10 stærstu hluthafar Skaga		7 stærstu hluthafar Íslenskra verðbréfa	
Lífeyrissj. starfsm. ríkisins A-deild	8,55%	Björg Capital Management ehf.	67,59%
Sjávarsýn ehf.	8,33%	Kaldbakur ehf.	4,99%
Skel fjárfestingafélag hf.	8,23%	KEA svf.	4,99%
Gildi - lífeyrissjóður	8,21%	Kjálkanes ehf.	4,99%
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	7,97%	Lífeyrissj. stm. Akureyrarbæjar	4,99%
Lífeyrissjóður verslunarmanna	5,96%	Stapi lífeyrissjóður	4,99%
Klettur fjárfestingar ehf.	4,82%	Festa - lífeyrissjóður	3,75%
Stapi lífeyrissjóður	4,19%		
Birta lífeyrissjóður	3,22%		
Arion banki hf.	3,18%		
Samtals	62,66%		96,29%

¹ Samkvæmt samrunaskrá fer öll eignastýringarstarfsemi á vegum ÍV fram undir merkjum ÍV sjóða.

² Í ákvörðun þessari er hugtakið „eignastýring“ notað í þeirri víðu merkingu sem fram kemur í ákvörðun nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.* Með fjárfestingarbankastarfsemi en hér átt við þá merkingu sem orðið hefur í samkeppnismálum en stuttlega er vikið að því hér aftar í umfjöllun um markaðsskilgreiningu.

³ Fram kemur í samrunaskrá að frá og með 1. janúar 2023 hafi öll eignastýringarstarfsemi á vegum ÍV farið fram undir merkjum ÍV sjóða ehf.

⁴ Upplýsingarnar í töflunni um 10 stærstu hluthafa Skaga eru samkvæmt yfirliti á heimasíðu félagsins 31. maí 2024 og upplýsingarnar í töflunni um 7 stærstu hluthafa ÍV eru samkvæmt samrunaskrá. Þess má geta að tuttugu stærstu hluthafar Skaga fóru með um 78% hlut 31. maí 2024.



12. Samkvæmt samrunaskrá voru hluthafar Skaga 913 talsins í árslok 2023. Eins og fram kemur í töflunni eiga almennir lífeyrissjóðir stóran hluta hlutafjár í Skaga af þeim tíu sem tilgreindir eru í töflunni en fjárfestingarfélög fara engu að síður með umtalsverðan hlut í félaginu. Þessu er öfugt farið í tilviki ÍV þar sem lífeyrissjóðir eiga fremur lítinn hlut í félaginu en fjárfestingarfélög eiga þorra hlutafjárins.
13. Í umfjöllun sinni um ávinning af samrunanum segir í samrunaskrá markmið Skaga sé „að gera félagið að enn vænlegri fjárfestingarkosti á markaði með skýra sýn á vöxt, þróun og fjármagnsskipan. Þannig stefnir Skagi á enn frekari vöxt á sviði trygginga, fjárfestingabankastarfsemi og eignastýringar og telur félagið að samruninn muni styrkja rekstrargrundvöll félagsins og styðja við vöxt þess á sviði eignastýringar og markaðsviðskipta.“

III. Ferill máls og málsmeðferð

14. Stytttri samrunatilkynning vegna samrunans barst Samkeppniseftirlitinu þann 27. maí 2024.
15. Þann 3. júní 2024 var samrunaaðilum tilkynnt að skilyrði samkeppnislaga fyrir stytttri samrunatilkynningu væru uppfyllt. Jafnframt var þeim tilkynnt um það hvaða upplýsingar og gögn vantaði svo að samrunatilkynningin gæti talist fullnægjandi með hliðsjón af þeim kröfum sem gerðar eru til slíkra tilkynninga samkvæmt samkeppnislögum og þar að lútandi reglum Samkeppniseftirlitsins nr. 1390/2020 um tilkynningu og málsmeðferð í samrunamálum.
16. Þann 4. júní 2024 barst uppfærð samrunatilkynning.
17. Þann 5. júní 2024 var samrunaaðilum tilkynnt, með vísan til málsmeðferðarreglna Samkeppniseftirlitsins nr. 1390/2020, að hin uppfærða samrunatilkynning, dags. 4. júní 2024, teldist fullnægjandi. Lögbundnir tímafrestir málsmeðferðar byrjuðu því að líða 5. júní 2024.
18. Afmörkuð gagnaöflun átti sér stað í framhaldinu um tiltekin atriði frá samrunaaðilum en ekki var talin þörf á að ráðast í gagnaöflun frá öðrum aðilum.



IV. Niðurstaða

19. 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 opin og aðgangur að honum hindraður.
20. Líkt og aðrir láréttir samrunar, hefur samruni Skaga og ÍV óhjákvæmilega í för með sér aukna samþjöppun á mörkuðum þar sem skörun er fyrir hendi. Samkvæmt samrunaskrá tekur sú aukna samþjöppun sem um ræðir í tilviki þessa samruna í meginatriðum til eignastýringar og markaðsviðskiptaþjónustu.
21. Þegar í upphafi var ljóst að samruninn leiðir ekki til myndunar eða styrkingar markaðsráðandi stöðu samrunaaðila á neinum markaði. Á grundvelli fyrri rannsókna Samkeppniseftirlitsins er tekið hafa til þeirra markaða þar sem skörun er fyrir hendi milli samrunaaðila liggur fyrir að stóru viðskiptabankarnir þír og Kvika banki eru í mjög sterkri stöðu á viðkomandi mörkuðum. Felur það í sér vísbendingu um að ólíklegt megi telja að samruninn sé til þess fallinn að raska samkeppni með umtalsverðum hætti á þeim mörkuðum þar sem skörun er fyrir hendi milli samrunaaðila.
22. Hér á eftir verður lagt mat á markaðsskilgreiningar í málinu, markaðshlutdeild, aðrar forsendur sem til grundvallar þurfa að liggja og á áhrif samrunans á samkeppni. Að lokum eru dregnar ályktanir um það hvort samruninn sé samrýmanlegur samkeppnislögum. Sjónarmið málsaðila koma fram samhliða umfjölluninni.

1. Orðskýringar

23. Til glöggvunar er rétt hér í upphafi að gera grein fyrir merkingu nokkurra hugtaka sem lúta að þeirri starfsemi sem samrunaaðilar stunda og sem koma við sögu í niðurstöðukafla þessum. Er það einkum gert í ljósi þess að ný lög er lúta að eignastýringarstarfsemi hafa gengið í gildi frá því að ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.*, var tekin. Sú ákvörðun er helsta fordæmið sem viðeigandi er að byggja á við mat á áhrifum samrunans á eignastýringarmarkað.
24. **Verðbréfasjóður**

Hefur þá merkingu í ákvörðun þessari sem um getur í lögum um verðbréfasjóði nr. 116/2021. Verðbréfasjóðir standa fjárfestum af öllu tagi til boða, þ. á. m. almennum fjárfestum. Um slíka sjóði segir í orðskýringagrein téðra laga: „

Sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem hefur það eitt að markmiði að veita viðtöku fé frá almenningi til sameiginlegrar fjárfestingar í fjármálagerningum og öðrum seljanlegum eignum, sbr. IX. kafla, á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrir fram kunngerðri fjárfestingarstefnu, og hlutdeildarskírteini í honum eru keypt eða innleyst að beiðni hlutdeildarskírteinishafa, beint eða óbeint, af eignum sjóðsins. Aðgerðir rekstrarfélags til að tryggja að skráð markaðsvirði hlutdeildarskírteina verðbréfasjóðs á skipulegum markaði víki ekki verulega frá virði hlutdeildarskírteina skulu taldar í gildi slíkra kaupa eða innlausna.“



25. **Sérhæfður sjóður**

Hefur þá merkingu í ákvörðun þessari sem um getur í lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða nr. 45/2020. Í orðskýringagrein laganna er hugtakið sérhæfður sjóður skilgreint svo:

„Sjóður, þ.m.t. sjóðsdeildir, sem veitir viðtöku fé frá fjárfestum til sameiginlegrar fjárfestingar samkvæmt fyrir fram kunngerðri fjárfestingarstefnu með ávinning fjárfesta að markmiði og hefur ekki starfsleyfi sem verðbréfasjóður samkvæmt lögum um verðbréfasjóði.“

Í 5. gr. laganna kemur fram að óheimilt sé að markaðssetja hluti í sérhæfðum sjóðum til almennra fjárfesta hér á landi, sbr. þó 65. og 78. gr. laganna.

26. **Sérhæfður sjóður fyrir almenna fjárfesta**

Hefur þá merkingu í ákvörðun þessari sem um getur í lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða nr. 45/2020. Í orðskýringagrein téðra laga er sérhæfður sjóður fyrir almenna fjárfesta skilgreindur sem hér segir:

„Hlutdeildarsjóður sem lýtur þeim fjárfestingarheimildum sem kveðið er á um í X. kafla og hefur hlotið staðfestingu Fjármálaeftirlitsins.“

Í þessu sambandi skal það tekið fram að hugtakið hlutdeildarsjóður er skilgreint svo í lögnum: „Sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem stofnað er til af rekstraraðila með starfsleyfi og í reglum sjóðsins kemur fram að hann sé hlutdeildarsjóður.“

27. **Fagfjárfestir**

Í orðskýringagrein laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga er hugtakið „fagfjárfestir“ skilgreint svo:

„Viðskiptavinur sem býr yfir reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu til að taka sjálfur ákvarðanir um fjárfestingar og meta áhættuna sem þeim fylgir.“

Í greininni eru svo taldir upp aðilar sem teljast fagfjárfestar. Hugtakið hefur sömu merkingu í ákvörðun þessari og téðum lögum og vísast til þeirra til nánari glöggvunar á því hvað telst fagfjárfestir í ákvörðun þessari.

28. **Almennur fjárfestir**

Í orðskýringagrein laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga er hugtakið „almennur fjárfestir“ skilgreint svo: „Viðskiptavinur sem er ekki fagfjárfestir“. Er það sú merking sem hugtakið hefur í ákvörðun þessari.

29. **Sjóðastýring**

Í ákvörðun þessari er hugtakið sjóðastýring notað yfir eignastýringu sjóða um sameiginlega fjárfestingu, þ.e. verðbréfasjóða samkvæmt lögum nr. 116/2021 og sérhæfðra sjóða (óháð því hvort þeir eru ætlaðir fagfjárfestum eða almennum fjárfestum) samkvæmt lögum nr. 45/2020. Annars konar sjóðir um sameiginlega fjárfestingu geta einnig fallið hér undir.

30. **Safnastýring**

Hugtakið „safnastýring“ er notað í ákvörðun þessari yfir þess konar stýringu sem nefnd er „eignastýring“ í lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga. Í samræmi við



skilgreiningu téðra laga á hugtakinu „eignastýring“ merkir „safnastýring“ í ákvörðun þessari því „stjórnun eignasafns í samræmi við fjárfestingarstefnu sem er fyrir fram ákveðin af viðskiptavini“, sbr. 11. tl. 4 gr., laganna. Er þessi hugtakanotkun í samræmi við þá hugtakanotkun sem notast var við í ákvörðun nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.*, og í samræmi við það að í enskri útgáfu þess regluverks sem lög nr. 115/2021 byggir á er notast við enska orðasambandið „*portfolio management*“ um þess konar stýringu sem um ræðir.

2. Skilgreining markaða og markaðir málsins

31. Við mat á samkeppnislegum áhrifum samruna samkvæmt 17. gr. c samkeppnislaga er nauðsynlegt að skilgreina þá markaði sem samrunaaðilar starfa á.
32. Samkvæmt 4. gr. samkeppnislaga er markaður sölusvæði vöru og staðgönguvöru og/eða sölusvæði þjónustu og staðgöngubjónustu. 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.⁵
33. Með viðkomandi vörumarkaði er átt við markað fyrir allar vörur og þjónustu sem neytendur líta á sem staðgönguvörur eða staðgöngubjónustu vegna eiginleika sinna, verðs og áformaðrar notkunar. Staðgönguvara og staðgöngubjónusta eru vara eða þjónusta sem að fullu eða verulegu leyti geta komið í stað annarrar vöru eða þjónustu að mati neytenda.
34. Einnig getur verið viðeigandi að taka framboðsstaðgöngu með í reikninginn þegar markaðir máls eru skilgreindir. Á þetta við þegar framboðsstaðgöngu hefur sambærileg áhrif og eftirspurnarstaðgöngu m.t.t. skilvirkni (e. *effectiveness*) og tafarleysi (e. *immediacy*). Þetta felur í sér að seljendur geti skipt yfir í framleiðslu á 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
35. 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.⁷

2.1. Umfjöllun samrunaaðila í tengslum við markaðsskilgreiningu

36. Hér er gerð grein fyrir umfjöllun samrunaaðila um þá starfsemi sem þeir reka og sjónarmiðum þeirra varðandi þær markaðsskilgreiningar sem þeir álíta að eigi við í máli þessu.

2.1.1. Starfsemi Skaga

37. Í umfjöllun samrunaaðila segir að Skagi sé eignarhaldsfélag á sviði fjármálamarkaðar og að undir yfirráðum þess séu Fossar fjárfestingarbanki hf. (hér eftir „Fossar“), SIV eignastýring hf. (hér eftir „SIV“), VÍS tryggingar hf. (hér eftir „VÍS“) og Liftryggingafélag Íslands hf. (hér eftir

⁵ Dæmi um aðra hugsanlega vídd í þessu sambandi gæti verið tími sólarhrings sem vara er á boðstólum, þ.e. opnunartími seljenda.

⁶ Eins og fram kemur í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.*, þá hefur framboðsstaðgöngusjónarmiðið ákveðið vægi við skilgreiningu markaða á sviði eignastýringar.

⁷ Hafa ber þó í huga að markaðsskilgreiningar í samkeppnisrétti geta ekki orðið nákvæmar og eru aðeins notaðar til viðmiðunar, sbr. t.d. úrskurð áfrýjunarnefndar samkeppnismála í máli nr. 8/2008, *Fiskmarkaður Íslands hf. gegn Samkeppniseftirlitinu*. Vakin er athygli á því að ítarlegri almenna umfjöllun um markaðsskilgreiningar í samkeppnisrétti er m.a. að finna í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 13/2022, *Samruni Rapyd og Valitors*.



„Lífis“).⁸ Líkt og fram kemur hér fram (sjá töflu 1) eru tvö önnur félög undir yfirráðum Skaga en samkvæmt samrunaskrá starfar enginn starfsmaður hjá dótturfélaginu VF Nord ehf. sem fer með 0,76% eignarhlut í ÍV og engin starfsemi er í dótturfélaginu VIS UK Corporate Member Limited.

38. Í samrunaskrá kemur fram að starfsemi VÍS lúti að váttryggingastarfsemi. Meginstarfsemi VÍS sé á sviði skaðatrygginga og áhersla sé einkum lögð á eignatryggingar, sjó- og farmtryggingar, lögboðnar ökutækjatryggingar, frjálsar ökutækjatryggingar, ábyrgðartryggingar, slysa-tryggingar og erlendar endurtryggingar. Jafnframt fari fram þjónusta við dótturfélög, kaup, sala, eignarhald og rekstur fasteigna, ávöxtun fjáreigna svo sem með kaupum, sölu og eignarhaldi á fjármálagerningum og eignarhlutum í dóttur- og hlutdeildarfélögum.
39. Fram kemur í samrunaskrá að starfsemi Lífis sé á sviði persónutrygginga á borð við líf- og sjúkdómatrygginga.
40. Í samrunaskrá segir að Fossar séu fjárfestingarbanki sem hefur starfsleyfi sem lánafyrirtæki og starfi samkvæmt lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Fossar þjónusti innlenda og erlenda fjárfesta á sviði miðlunar fjármálagerninga, fyrirtækjaráðgjafar og eignastýringar.⁹ Þá segir að starfsleyfi Fossa taki einnig til móttöku endurgreiðanlegra fjármuna frá almenningi, útlána, fjárfestingarþjónustu og fjárfestingastarfsemi, þ.e. móttöku og miðlunar fyrir mæla frá viðskiptavinum um einn eða fleiri fjármálagerninga, framkvæmdar fyrir mæla fyrir hönd viðskiptavina, eignastýringar, fjárfestingarráðgjafar, umsjónar með útboði fjármálagerninga án sölutryggingar, sem og töku verðbréfa til viðskipta á skipulegum markaði. Þá hafi Fossar heimild til að veita viðbótarþjónustu svo sem vegna vörslu og umsýslu í tengslum við einn eða fleiri fjármálagerninga fyrir reikning viðskiptavinar. Samkvæmt samrunaskrá skiptist starfsemi Fossa að meginstefnu til niður á fimm svið: markaðsviðskipti, fyrirtækjaráðgjöf, eignastýring, eigin viðskipti og útlánastarfsemi.
41. Í samrunaskrá segir að starfsemi SIV eignastýringar lúti að rekstri sérhæfðra sjóða samkvæmt lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða með viðbótarheimild til eignastýringar.¹⁰ SIV reki í dag sjóði sem séu ýmist markaðssettir fyrir almenna fjárfesta eða eingöngu fyrir fagfjárfesta og viðurkennda gagnaðila. Skráður tilgangur félagsins sé að starfa sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða í skilningi laga nr. 45/2020 og hafi það viðbótarstarfsheimildir skv. 3. mgr. 9. gr. framangreindra laga til að stunda eignastýringarstarfsemi og móttöku og miðlun fyrir mæla varðandi fjármálagerninga.
42. Með vísan til framangreinds telja samrunaaðilar að starfsemi Skaga og félaga undir yfirráðum hans fari fram á eftirfarandi mörkuðum:
 - a) Váttryggingamarkaði
 - b) Eigna- og sjóðastýringarmarkaði

⁸ Í þessu sambandi segir í samrunaskrá að á hluthafafundi Skaga 17. janúar 2024 hafi hluthafar samþykkt yfirfærslu váttryggingastofns í dótturfélagið VÍS í því augnamiði hafi verið undirritaður kaupsamningur milli Skaga og dótturfélags þess, VÍS, sem felur í sér að tryggingastarfsemi félagsins sé framseld yfir í dótturfélagið. Samningurinn sé bundinn fyrirvara um samþykki Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands fyrir yfirfærslu á váttryggingastofni og váttryggingastarfsemi. Yfirlit yfir starfsemi félagsins [í lýsingu á starfsemi félagsins í samrunaskrá] taki mið af tilfærslu tryggingarrekstursins í sérstakt dótturfélag, þar sem Skagi sé móðurfélag sem styðji við dótturfélög sín þrjú, þ.e. VÍS, Fossa og SIV. Við þetta má bæta að Lífis verður dótturfélag VÍS samkvæmt þessum áformum samkvæmt upplýsingum samrunaaðila.

⁹ Samkvæmt því sem fram kemur í samrunatilkynningu er sú eignastýringarstarfsemi sem Fossar stunda eingöngu fólgin í þess konar eignastýringu sem nefnd er safnastýring í ákvörðun þessari en sem er hins vegar nefnd eignastýring í lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

¹⁰ Samkeppniseftirlitið gerir ráð fyrir að sú viðbótarheimild til eignastýringar sem getið er um í þessu sambandi í samrunaskrá vísi til „eignastýringar“ í skilningi laga nr 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.



- c) Markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf
- d) Markaði fyrir markaðsviðskipti
- e) Markaði fyrir lánveitingar

2.1.2. Starfsemi ÍV

- 43. Í samrunaskrá segir að ÍV veiti sérhæfða og sérsniðna þjónustu á sviði eignastýringar, markaðsviðskipta, sérhæfðra fjárfestinga, fyrirtækjaráðgjafar og sjóðastýringar. Meginstarfsemi félagsins sé í höfuðstöðvum félagsins á Akureyri en félagið sé einnig með skrifstofu í Reykjavík sem þjónusti viðskiptavini á höfuðborgarsvæðinu.
- 44. Þá segir að starfsemi ÍV sjóða [dótturfélags ÍV] lúti að rekstri verðbréfasjóða, sérhæfðra sjóða fyrir almenna fjárfesta og sérhæfðra sjóða sem markaðssettir eru til fagfjárfesta. ÍV sjóðir bjóði hvort tveggja eignastýringu í gegnum eignastýringarsjóði og sérgreindari eignastýringu fyrir einstaklinga, fyrirtæki, fagfjárfesta og stofnanafjárfesta. Á meðal sjóðanna sé lausafjár sjóður, eignastýringarsjóðir, skuldabréfasjóðir og hlutabréfasjóðir. ÍV sjóðir séu sjálfstætt starfandi fjármálafyrirtæki sem starfi á grundvelli laga nr. 116/2021 um verðbréfasjóði og laga nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. ÍV sjóðir hafi einnig starfsleyfi til eignastýringar.¹¹
- 45. Með hliðsjón af framangreindu er það mat samrunaaðila að starfsemi ÍV og ÍV sjóða fari fram á eftirfarandi mörkuðum:
 - a) Eignastýringarmarkaði
 - b) Markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf
 - c) Markaði fyrir markaðsviðskipti

2.1.3. Sjónarmið samrunaaðila varðandi markaðsskilgreiningar

- 46. Í 5. kafla samrunatilkynningarinnar koma fram sjónarmið samrunaaðila er lúta að því hverjir séu markaðir málsins samhliða umfjöllun þeirra um samkeppnisleg áhrif samrunans. Verður hér reifað í meginatriðum hvaða sjónarmið koma koma í téðum kafla samrunatilkynningarinnar varðandi það á hvaða mörkuðum skörunar gætir í starfsemi samrunaaðila.
- 47. Það er niðurstaða samrunaaðila að skörunar gæti í starfsemi þeirra á heildarmarkaðnum fyrir eignastýringu [e. *asset management*] og á markaði fyrir markaðsviðskiptaþjónustu [e. *financial market services*].¹² Eins og fram kemur hér framar fylgir ráðgjafarstarfsemi ÍV ekki með í kaupum Skaga á ÍV og er þar af leiðandi ekki um skörun að ræða á sviði svonefndrar fjárfestingarbankaþjónustu [e. *investment banking*] sem fyrirtækjaráðgjöf fellur almennt undir í samkeppnismálum á vettvangi framkvæmdastjórnar ESB.
- 48. Samrunaaðilar rifja upp að eignastýringarmarkaði hafi samkvæmt fyrri framkvæmd Samkeppniseftirlitsins verið skipt upp í tiltekna undirmarkaði.¹³ Með hliðsjón af þeirri

¹¹ Samkeppniseftirlitið skilur þetta svo að hér sé átt við „eignastýringu“ í skilningi laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

¹² Samkeppniseftirlitið hefur hér bætt við ensku hugtökunum í hornklofa en þau eru notuð í ákvörðunum framkvæmdastjórnar ESB um þá markaði sem um ræðir í samkeppnismálum.

¹³ Vísa samrunaaðilar í ákvörðun nr. 5/2019, Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf. og ákvörðun nr. 5/2021, Samruni Kviku banka hf., TM hf. og Lykils fjármögnunar hf.



framkvæmd telja samrunaaðilar að eignastýringarmarkaður skuli greinast í eftirfarandi undirmarkaði:

- i. Markað fyrir verðbréfasjóði og sérhæfða sjóði fyrir almenna fjárfesta (áður verðbréfasjóðir og fjárfestingarsjóðir sem öllum stendur til boða) („smásölusjóðamarkaður“).
 - ii. Markað fyrir eignastýringu fyrir stofnanafjárfesta og aðra fjársterka fagfjárfesta.
 - iii. Markað fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga.
 - iv. Markað fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir almenna fjárfesta.
49. Telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður eignastýringar (í breiðum skilningi) í málinu sé „landið allt“.¹⁴ Sé það í samræmi við afmörkun landfræðilegs markaðar í fyrri ákvörðunum Samkeppniseftirlitsins.
50. Með vísan til ákvörðunar Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, telja samrunaaðilar að greina skuli heildarmarkaðinn fyrir þjónustu á sviði markaðsviðskipta (e. *financial market services*) í eftirfarandi undirmarkaði:
- i. Markað fyrir skuldabréfamiðlun;
 - ii. Markað fyrir hlutabréfamiðlun;
 - iii. Markað fyrir gjaldeyrismiðlun; og
 - iv. Aðrir ótilgreindir undirmarkaðir
51. Á grundvelli þess að samrunaaðilar veita fyrst og fremst starfsleyfisskylda þjónustu af þessu tagi á Íslandi og á grundvelli þess að meginstarfsemi samrunaaðila á sér stað á Íslandi og þorri viðskiptavina þeirra eru íslenskir, telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður fyrir markaðsviðskiptaþjónustu sé landið Ísland, heilt og óskipt.¹⁵

2.2. Niðurstaða Samkeppniseftirlitsins varðandi markaðsskilgreiningar

52. Líkt fram kemur hér að framan byggja samrunaaðilar skilgreiningu sína á þeim mörkuðum sem við eiga í málinu aðallega á fyrri ákvörðunum Samkeppniseftirlitsins, einkum á ákvörðun nr. 5/2019, *Samruni Kvikubanka hf. og Gamma Capital Management hf.*, hvað varðar eignastýringarmarkað, og á ákvörðun nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, hvað varðar markaðsviðskiptaþjónustu.
53. Samkvæmt samrunatilkynningu skarast starfsemi samrunaaðila á sviði eignastýringar og markaðsviðskiptaþjónustu svo sem framar greinir. Samkeppniseftirlitið er sammála því mati með hliðsjón af gögnum málsins, m.a. í ljósi þess að ráðgjafarstarfsemi ÍV fylgir ekki með í kaupum Skaga á félaginu.

2.2.1. Eignastýringarmarkaður

54. Fjallað hefur verið um markaði er lúta að eignastýringu (e. *asset management*) í nokkrum fyrri ákvörðunum Samkeppniseftirlitsins. Ítarlegasta rannsókn eftirlitsins til þessa sem snýr að

¹⁴ Samkeppniseftirlitið leggur þann skilning í orð samrunaaðila að þeir telji að landfræðilegur markaður eignastýringar (í breiðum skilningi) sé landið Ísland heilt og óskipt.

¹⁵ Vísa samrunaaðilar í þessu sambandi til ákvörðunar Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*



eignastýringarmarkaði var framkvæmd í tengslum við ákvörðun nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.* Nærtækt er því við mat á mörkuðum málsins á sviði eignastýringarstarfsemi að taka verulegt mið af því sem fram kemur í þeirri ákvörðun enda hafa ekki komið fram vísbendingar um að slíkar breytingar hafi átt sér stað í markaðsumhverfinu frá því ákvörðunin tekin sem hagga helstu ályktunum sem þar koma fram.

55. Helsta breytingin í markaðsumhverfinu í eignastýringu hérlendis frá því að ákvörðun nr. 5/2019 var tekin felst að líkindum í því að löggjöf um rekstur og stýringu mismunandi tegunda sjóða um sameiginlega fjárfestingu hefur verið verið uppfærð. Ekki fæst séð að þau áhrif sem sú uppfærsla hafði á lagaumgjörð eignastýringar hafi teljandi áhrif á markaðsskilgreiningar í því samkeppnismáli sem hér er til úrlausnar.
56. Samkvæmt samantekt í ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í samrunamáli *M.11111 - UBS/Credit Suisse* frá árinu 2023 felur eignastýring í sér stofnun og stjórnun sjóða um sameiginlega fjárfestingu (e. *mutual funds*) sem markaðssettir eru aðallega en þó ekki eingöngu til smásöluviðskiptavina, stýringu verðbréfasafna fyrir stofnanafjárfesta (lífeyrissjóði, stofnanir og alþjóðastofnanir) og veitingu vörsluþjónustu í tengslum við eignastýringu.¹⁶
57. Hefur framkvæmdastjórnin í þessu sambandi talið koma til greina að skilgreina heildarmarkað fyrir eignastýringu sem skiptist í eftirfarandi aðgreinda undirmarkaði eftir vörum, þ.e. (i) stofnun og stjórnun sameiginlegra sjóða fyrir smásöluviðskiptavini, (ii) sérsniðna sjóði fyrir stórfyrirtæki og stofnanir, og (iii) safnastýringu fyrir einkafjárfesta, lífeyrissjóði og stofnanir. Framkvæmdastjórnin hefur hins vegar ekki tekið endanlega afstöðu að þessu leyti heldur haldið markaðsskilgreiningunni opinni hvað þetta varðar. Þá hefur skipting eftir öðrum viðmiðum verið tekin til skoðunar hjá framkvæmdastjórninni en á endanum hefur ekki verið tekin afstaða til þess.
58. Nálgun framkvæmdastjórnar ESB í máli Credit Suisse og UBS er afar áþekk fyrri framkvæmd á vettvangi framkvæmdastjórnarinnar. Sú fyrri framkvæmd kristallast einkar vel í ákvörðun framkvæmdastjórnarinnar í máli nr. COMP/M.5384 BNP Paribas/Fortis frá árinu 2008, sem talsvert var byggt á við skilgreiningu markaða í ákvörðun nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.* Með hliðsjón af því að framkvæmdin í þessum fordæmismálum á vettvangi framkvæmdastjórnar ESB hefur lítið sem ekkert breyst frá því ákvörðun nr. 5/2019 var tekin, fæst ekki séð að tilefni sé hér til að breyta markaðsskilgreiningum Samkeppniseftirlitsins er lúta að eignastýringu vegna þróunar mála á vettvangi framkvæmdastjórnarinnar.
59. Markaðsskilgreiningin sem fram kemur hér að neðan er í aðalatriðum samhljóða skilgreiningunni sem birtist í ákvörðun nr. 5/2019. Orðalag hefur þó verið uppfært, einkum með hliðsjón af þeim breytingum sem átt hafa sér stað á lagaumgjörðinni hérlendis.¹⁷ Leiðir þetta af því að ekki hefur átt sér stað slík þróun, frá því ákvörðun nr. 5/2019 var tekin, sem gefur tilefni til að víkja í veigamiklum atriðum frá þeirri markaðsskilgreiningu sem byggt var á í henni.
60. Niðurstaða Samkeppniseftirlitsins varðandi markaði málsins á sviði eignastýringar er því sú að heildarmarkaðurinn fyrir eignastýringu greinist í meginatriðum í eftirfarandi undirmarkaði:

¹⁶ Í ákvörðuninni er í þessu sambandi vísað til fyrri ákvarðana framkvæmdastjórnar í málum nr. M.9810, *Natixis Investment Managers/La Banque Postale/IV*; M.8837, *Blackstone/Thomson Reuters F&R Business*; M.8359, *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments*; M.8257, *NN Group/Delta Lloyd*; M.6812, *SFPI/Dexia*.

¹⁷ Er þessi skilgreining að mestu í samræmi við sjónarmið samrunaaðila.



- a) *Smásölusjóðamarkaður*. Þ.e.a.s. markaður fyrir stýringu sjóða sem öllum standa til boða. Annars vegar er um *verðbréfasjóði* samkvæmt lögum nr. 116/2021 að ræða og hins vegar er um *sérhæfða sjóði fyrir almenna fjárfesta* samkvæmt lögum nr. 45/2020 að ræða.
- b) *Fagfjárfestamarkaður*. Hér undir falla opnir jafnt sem lokaðir sjóðir um sameiginlega fjárfestingu sem einvörðungu stendur fagfjárfestum (bæði lögaðilum og einstaklingum) til boða að fjárfesta í. Einnig fellur hér undir aðgreind stýring safna fyrir fagfjárfesta. Stýring á grundvelli útivistunarsamninga frá almennum lífeyrissjóðum fellur einnig hér undir.
- c) *Séreignarlífeyrismarkaður*. Þ.e.a.s. samkeppnismarkaðurinn fyrir eignastýringu á séreignarlífeyrissparnaði einstaklinga.
- d) *Safnastýringarmarkaður fyrir almenna fjárfesta*.¹⁸ Hér er átt við markað fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir almenna fjárfesta sem almennt má gera ráð fyrir að falli að talsverðu leyti undir lög nr. 115/2021.¹⁹ Tekur þessi markaður m.a. til stýringar aðgreindra safna fyrir almenna fjárfesta á grundvelli samninga um svonefnda einkabankabjónustu.

61. Ekki er tilefni til þess í máli þessu að skilgreina og meta hlutdeild á aðgreindum markaði fyrir einkabankabjónustu því samkvæmt upplýsingum samrunaaðila bjóða þeir ekki upp á þá bjónustubreidd sem einkabankabjónusta telst fela í sér og stendur til boða hjá viðskiptabönkunum. Í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, taldi Samkeppniseftirlitið að eðlilegt væri að flokka sérgreinda eignastýringu fyrir einstaka aðila hér á landi undir eignastýringarmarkað fremur en einkabankabjónustu. Einnig var áréttað að einkabankabjónusta önnur en sú er lýtur að stýringu eignasafna teldist ekki heyra undir eignastýringu. Í áður getinni ákvörðun nr. 5/2019 var þessi nálgun áfram talin geta átt við og leiðrétt fyrir innbyrðis fjárfestingum slíkra safna í sjóðum í stýringu innan sömu samstæðu en þó ekki tekin afdráttarlaus afstaða til þess hvort umrædd safnastýring skyldi teljast falla undir eignastýringarmarkað eða ekki þar sem það breytti ekki niðurstöðu málsins.

62. Hvað varðar **landfræðilega afmörkun markaða fyrir eignastýringu** þá er niðurstaða Samkeppniseftirlitsins eftirfarandi:

- Í ákvörðun nr. 5/2019 var niðurstaðan sú varðandi landfræðilegan markað að ekkert benti til annars en það gæfi fullnægjandi mynd af landfræðilega markaðnum að skilgreina hann sem landið Ísland heilt og óskipt í tilviki smásölusjóðastýringar. Væri það í samræmi við fordæmismál í EES/ESB samkeppnisrétti þar sem vísað væri til mikilvægis innlendarar smásöludreifingar í tilviki smásölusjóða.

Telur Samkeppniseftirlitið að hið sama eigi við í samrunamáli Skaga og ÍV og telst landfræðilegur markaður smásölusjóðastýringar því vera landið Ísland heilt og óskipt.

- Í ákvörðun nr. 5/2019 kom fram að þar sem stýring íslenskra eignastýringarfyrirtækja í tilviki þess viðskiptavinahóps sem samanstandur af stofnanafjárfestum og öðrum fjársterkum fagfjárfestum lyti að langmestu leyti að stýringu fyrir innlenda aðila í innlendum verðbréfum, taldi Samkeppniseftirlitið að það gæfi nægilega skýra mynd af

¹⁸ Í ákvörðun nr. 5/2019 var þessi markaður nefndur: „Markaður fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir viðskiptavini einkabankabjónustu“.

¹⁹ Í lögum nr. 115/2021 er slík safnastýring sem hér um ræðir nefnd „eignastýring“ (til þýðingar á enska orðasambandinu „*portfolio management*) í orðskýringagrein laganna. Í ákvörðun þessari er slík stýring nefnd „sfnastýring“ til aðgreiningar frá þeirri merkingu sem eignastýring (e. *asset management*) hefur í samkeppnimálum. Þess utan á orðið „eignastýring“ sér langa sögu hérlendis sem þýðing enska orðasambandsins *asset management* og því lengst af verið notað í þeirri breiðu merkingu sem gert er í þessari ákvörðun.



markaðshlutdeildinni að miða við að landfræðilegi markaðurinn afmarkaðist við landið Ísland í tilviki stýringar fyrir þennan viðskiptamannahóp. Bent var þó á að það gæti mögulega verið viðeigandi að taka hlutdeild erlendra eignastýringarfyrirtækja með í reikninginn í tilviki stofnanafjófesta og annarra fjársterkra fagfjófesta í síðari málum, einkum ef það varðaði miklu í þeim málum hvernig hlutdeild í stýringu í erlendum verðbréfum skiptist.

Með hliðsjón af því sem fram kemur í gögnum málsins og með vísan til framangreinds er það niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að nægilega nákvæmt sé í samrunamáli Skaga og ÍV að miða við að landfræðilegi markaðurinn fyrir eignastýringu fyrir fagfjófesta sé landið Ísland heilt og óskipt. Í þessu sambandi má benda á að ekki fæst séð að vægi erlendra verðbréfa í sjóðum samrunaaðila sé slíkt að það myndi hafa þýðingu að taka hlutdeild erlendra aðila í stýringu fyrir íslenska fagfjófesta með í reikninginn.

- Samrunaaðilar reka ekki sjóði sem annast stýringu séreignalífeyrissparnaðar (né bjóða þeir þess háttar innlánsreikninga) og þarf því ekki að taka afstöðu til þess hér hver landfræðilegi markaðurinn er í tilviki stýringar séreignalífeyrissparnaðar.
- Hvað varðar landfræðilega markaðinn fyrir safnastýringu fyrir almenna fjófesta, þá telur Samkeppniseftirlitið einsýnt að áþekk sjónarmið gildi um landfræðilega afmörkun í því tilviki og í tilviki smásölusjóðastýringar. Telst því landfræðilegi markaðurinn fyrir safnastýringu fyrir almenna fjófesta vera landið Ísland heilt og óskipt.

2.2.2. Markaðsviðskiptaþjónusta

63. Sú starfsemi samrunaaðila er lýtur að markaðsviðskiptaþjónustu (e. *financial markets services*) var skilgreind í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjórfestingarbanka hf.* Vísa samrunaaðilar til þeirrar markaðsskilgreiningar og miða við hana. Byggði sú markaðsskilgreining einkum á ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli nr. M.5384 *BNP Paribas/Fortis*.
64. Samkvæmt ákvörðun nr. 17/2015 tekur markaðsviðskiptaþjónusta til þjónustu á borð við viðskipti fyrir þriðja aðila með hlutabréf, skuldabréf, afleiður, gjaldmiðla, skammtímaskuldaskjöl og aðra eignaflokka. Einnig hafa áhættulaus viðskipti banka fyrir eigin reikning fallið hér undir. Framkvæmdastjórn ESB hefur í hverju máli fyrir sig almennt haldið því opnu hvort hver þessara þjónustubátta um sig kunni að samsvara aðgreindum vörumarkaði.
65. Samkeppniseftirlitið fær ekki séð að síðari ákvarðanir framkvæmdastjórnar ESB (eftir mál M.5384) sem lotið hafa að markaðsviðskiptaþjónustu hafi að neinu leyti haggað þeirri markaðsskilgreiningu sem byggt var á í framangreindri ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015.
66. Þannig kemur t.d. fram í ákvörðun framkvæmdastjórnar í máli *M.6168 RBI/EFG Eurobank/JV* að markaðsviðskiptaþjónusta feli m.a. í sér framkvæmd viðskipta með hlutabréf, skuldabréf, afleiður, gjaldeyri og peningamarkaðsfjármálagerninga. Þessi þjónusta sé veitt stofnanafjófestum, fyrirtækjum og öðrum sem ekki hafa beinan aðgang að fjármálamörkuðum eða sem vilja nýta umrædda milligöngubjónustu af öðrum ástæðum.
67. Með vísan til ofangreinds og gagna málsins telur Samkeppniseftirlitið rétt að skipta markaðnum fyrir markaðsviðskiptaþjónustu niður í eftirfarandi undirmarkaði líkt og framangreindri ákvörðun eftirlitsins nr. 17/2015:



- Markaður fyrir skuldabréfamiðlun
- Markaður fyrir hlutabréfamiðlun
- Markaður fyrir gjaldeyrismiðlun
- Aðrir ótilgreindir undirmarkaðir

68. Eru það eingöngu undirmarkaðirnir fyrir skuldabréfamiðlun og hlutabréfamiðlun sem koma til skoðunar í máli þessu því aðeins á þeim mörkuðum markaðsviðskiptaþjónustu gætir skörunar milli samrunaaðila.

69. Það er niðurstaða Samkeppniseftirlitsins með hliðsjón af gögnum málsins og ákvörðun nr. 17/2015 að viðeigandi sé að skilgreina **landfræðilegan markað markaðsviðskiptaþjónustu** sem landið Ísland heilt og óskipt. Er sú ályktun samhljóða mati samrunaaðila sjálfra.

2.2.3. Markaður fyrir fjárfestingabankaþjónustu (e. *investment banking*)

70. Í ákvörðun framkvæmdastjórnar vegna samruna Credit Suisse og UBS sem áður var getið kemur fram að fjárfestingarbankastarfsemi feli m.a. í sér fjárhagslega ráðgjöf varðandi samruna og yfirtökur á fyrirtækjum, almenningshlutafélagavæðingar (e. *Initial Public Offerings (IPOs)*) og útgáfu nýrra hlutabréfa og skuldabréfa (án sölutryggingar).

71. Í þessu máli liggur ljóst fyrir að ekki er um skörun að ræða á milli samrunaaðila á sviði fjárfestingarbankastarfsemi þar sem ráðgjafarstarfsemi ÍV fylgir ekki með í kaupum Skaga á starfsemi ÍV samkvæmt samrunatilkynningu. Verður því ekki fjallað nánar um fjárfestingarbankastarfsemi í ákvörðun þessari.

3. Mat á samkeppnislegum áhrifum samrunans

72. Á grundvelli fordæma í samkeppnisrétti, er unnt með draga saman eftirfarandi atriði sem almennt er þýðingarmikið að horfa til við mat á því hvort líklegt megi telja að láréttur samruni sé til þess fallinn að hafa umtalsverð bein áhrif (e. *significant non-coordinated effects*) á samkeppni.²⁰

- Ef samrunaaðilar hafa mikla markaðshlutdeild
- Ef samrunaaðilar eru nánir keppinautar,
- Ef viðskiptavinir eiga takmarkaða möguleika á að færa viðskipti sín annað²¹
- Ef samruni upprætir mikilvægt samkeppnisafli á markaðnum.

73. Öll hafa þessi atriði almennt verulega þýðingu við mat á beinum samkeppnislegum áhrifum samruna, óháð því hvort verið er að leggja mat á það hvort samruni sé til þess fallinn að leiða til eða styrkja markaðsráðandi stöðu eða að öðru leyti hamla samkeppni með umtalsverðum hætti.

74. Hafa ber í huga að ofangreindur listi felur ekki í sér tæmandi upptalningu á þeim þáttum sem leggja þarf mat á í samrunamálum. Jafnframt, eins og fram kemur í fordæmisgefandi ákvörðunum framkvæmdastjórnar ESB, þurfa ekki allir ofangreindir þættir að vera til staðar til að umtalsverð bein samkeppnisáhrif teljist líkleg vegna samruna og jafnframt er ekki endilega

²⁰ Sjá t.d. ákvörðun framkvæmdastjórnar ESB í máli M.11111 - UBS/Credit Suisse.

²¹ Getur slíkt m.a. stafað af því að um fáa aðra söluaðila sé að ræða eða að skiptikostnaður sé afar hár. Viðskiptavinir samrunafyrirtækja við slíkar kringumstæður eru sérlega berskjaldaðir fyrir verðhækkunum.



víst að tilvist eins þessara þátta hefði úrslitaáhrif í því sambandi. Ennfremur geta ákveðnir þættir dregið úr skaðlegum áhrifum samruna á samkeppni, m.a. kaupendastyrkur, innkoma nýrra keppinauta á markaðinn og hagræðingaráhrif.

75. Auk beinna samkeppnisáhrifa geta samrunar haft í för með sér svonefnd samhæfingaráhrif (e. *coordinated effects*) sem samkeppnisyfirvöld geta þurft að bregðast við í samrunamálum. Samhæfing getur tekið á sig ýmsar myndir. Á sumum mörkuðum er mest hætta á að keppinautar samhæfist um að halda verði yfir því markaðsverði sem annars ríkti. Á öðrum mörkuðum getur samhæfing miðað að því að takmarka framleiðslu eða takmarka nýja framleiðslugetu á markaðnum. Samhæfing keppinauta getur einnig falist í því að skipta upp markaðnum, t.d. eftir landsvæði eða öðrum flokkunareiginleikum viðskiptavina, eða með því að skipta með sér samningum á útboðsmörkuðum (e. *bidding markets*).
76. Samhæfing á sér helst stað á mörkuðum þar sem tiltölulega einfalt er fyrir keppinauta að koma á sameiginlegum skilningi sín á milli um skilmála samhæfingar án þess að eiga í beinum samskiptum um það hverjir skilmálarnir skuli vera. Almenn á þetta helst við um markaði þar sem samþjöppun er mikil og getur því samruni á slíkum markaði haft í för með sér verulegar samkeppnishömlur, þ.e. ef hann er til þess fallinn að skapa skilyrði fyrir eða efla samhæfða hegðun á markaðnum.

3.1. Áhrif á markað fyrir eignastýringu

3.1.1. Sjónarmið samrunaaðila

77. Í umfjöllun sinni um áhrif samrunans á heildarmarkað og einstaka undirmarkaði eignastýringar byggja samrunaaðilar á þeirri markaðsskilgreiningu sem þeir settu fram í samrunaskrá og rakin er hér framur í kafla um markaðsskilgreiningu. Er sú markaðsskilgreining í meginatriðum í samræmi við skilgreiningu markaða í ákvörðun nr. 5/2019. Samkeppniseftirlitið byggir einnig í grundvallaratriðum á þeirri markaðsskilgreiningu í máli þessu, sbr. umfjöllun í kafla 2.2.1 hér framur.
78. Í samrunaskrá segir að helstu keppinautar samrunaaðila á sviði eignastýringar séu Landsbréf hf., Stefni hf., Íslandssjóðir hf., Kvika eignastýring hf. og Akta sjóðir hf. Að mati samrunaaðila er markaðshlutdeild þeirra takmörkuð í ljósi sterkrar stöðu stóru viðskiptabankanna þriggja og Kviku banka hf., auk sjóðstýringarfélaganna á þeirra vegum. Vísa samrunaaðilar þessu til stuðnings til mats á markaðshlutdeild í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019, *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management*. Engar vísbendingar séu um að sú staða sem þar komi fram hafi breyst í stórum dráttum að mati samrunaaðila og vísa þeir í því sambandi til ákvörðunar Samkeppniseftirlitsins nr. 27/2023 *Kaup Vátryggingafélags Íslands á öllu hlutafé í Fossum fjárfestingarbanka hf.*
79. Það er mat samrunaaðila að samstæður stóru viðskiptabankanna þriggja njóti enn verulegs markaðsstyrks á smásölusjóðamarkaði og hafi verulega markaðshlutdeild. Á þessum undirmarkaði meta samrunaaðilar hlutdeild sína um 5-10% en áætlunina kveðast samrunaaðilar byggja á opinberum gögnum um heildareignir smásölusjóða sem Seðlabankinn birti opinberlega í hverjum mánuði. Þá telja samrunaaðilar að markaðshlutdeild Kviku banka hf. á þessum undirmarkaði sé meiri en samrunaaðila. Þannig sé sameiginleg markaðshlutdeild samrunaaðila fremur veik á þessum undirmarkaði. Á þessum grundvelli telja samrunaaðilar að fyrirhugaður samruni muni ekki á neinn hátt raska samkeppni á smásölusjóðamarkaði. Þvert á móti telja samrunaaðilar að við samrunann verði til sterkari keppinautar sem sé betur í stakk búinn til að veita samstæðum viðskiptabankanna fjögurra virka samkeppni.



80. Á markaði fyrir eignastýringu fyrir stofnanafjófesta og aðra fjófsterka fagfjófesta áætla samrunaaðilar að sameiginleg hlutdeild þeirra sé um 5-10%. Í samrunaskrá segir að mikil fjölgun hafi átt sér staða á markaðnum á síðastliðnum árum með tilkomu nýs regluverks um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Þannig hafi rekstraraðilum fjölgað verulega en í dag séu 11 leyfisskyldir rekstraraðilar sérhæfðra sjóða og 19 skráningarskyldir rekstraraðilar sérhæfðra sjóða. Allt séu þetta fyrirtæki sem séu í samkeppni um að fá stofnanafjófesta og aðra fjófsterka fagfjófesta til þess að fjófesta í sínum sjóðum. Þrátt fyrir mikla aukningu virðist þó allt benda til þess að samstæður stóru viðskiptabankanna þriggja auk Kviku banka séu enn með verulega hlutdeild á markaðnum. Með vísan til framangreindrar umfjöllunar telja samrunaaðilar að fyrirhugaður samruni muni ekki á neinn hátt raska samkeppni á þeim markaði sem lýtur að eignastýringu fyrir fagfjófesta.
81. Hvað varðar markað fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir almenna fjófesta, þ.e. stýringu í skilningi 11. tl. 4 gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjórmálagerninga („stjórnun eignasafns í samræmi við fjórfestingarstefnu sem er fyrir fram ákveðin af viðskiptavini“), telja samrunaaðilar að skörun sé takmörkuð og samanlögð markaðshlutdeild samrunaaðila í kjölfar viðskiptanna muni vera óveruleg samanborið við markaðshlutdeild viðskiptabankanna fjögurra. Með vísan til þessa telja samrunaaðilar að fyrirhugaður samruni muni ekki á neinn hátt raska samkeppni á þeim markaði sem lýtur að stýringu sérgreindra safna fyrir almenna fjófesta.
82. Þá kemur fram að samrunaaðilar starfi ekki á markaði fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga og hafi samruninn því ekki áhrif á þann undirmarkað eignastýringar.

3.1.2. Niðurstaða Samkeppniseftirlitsins um áhrif á mörkuðum fyrir eignastýringu

83. Við mat á samkeppnislegu áhrifunum af samruna Skaga og ÍV á markaðinn fyrir eignastýringu hefur ekki reynst nauðsynlegt að ráðast í umfangsmikla nýja gagnaöflun til að meta skiptingu markaðshlutdeildar því ljóst er á grundvelli þeirra upplýsinga sem samrunaaðilar hafa lagt fram um stærð einstakra sjóða og safna í stýringu hjá þeim og á grundvelli þeirra viðtæku upplýsinga sem aflað var vegna samruna Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf. (sbr. ákvörðun nr. 5/2019) og með hliðsjón af nýjustu heildartölum Seðlabanka Íslands um efnahag smásölu- og fagfjófrestasjóða, að samruni Skaga og ÍV hefur tiltölulega takmarkaða samþjöppun í för með sér á viðkomandi mörkuðum.
84. Í þessu sambandi skiptir ekki síst máli að hlutdeild Skaga er tiltölulega lítil í samanburði við helstu keppinauta á markaði fyrir stýringu smásölusjóða en telja má að sá markaður sé samkeppnislega viðkvæmari en fagfjófrestamarkaðurinn því fagfjófrestar (einkum stærri almennu lífeyrissjóðirnir) hafa almennt töluvert sterkari samningsstöðu gagnvart eignastýringaraðilum á grundvelli kaupendastyrks heldur en almennir fjófrestar. Þá er ekki ósennilegt að kaupendastyrkur kunni einnig að vera fyrir hendi í tilviki efnamestu viðskiptavinanna á safnastýringarmarkaði fyrir almenna fjófesta.²²

Smásölusjóðamarkaður

85. Ef samlagðar eignir í stýringu hjá samrunaaðilum á smásölusjóðamarkaði eru settar í hlutfall af brúttóstærð smásölusjóðamarkaðar eins og hann var metinn í lok árs 2018 þegar samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf. var til rannsóknar, þá mælist samanlögð hlutdeild samrunaaðila innan bilsins 5-10%.²³ Ef samlagðar eignir í stýringu hjá samrunaaðilum á

²² Í þessu sambandi má benda á að almennt býðst aðeins efnameiri aðilum að vera í einkabankþjónustu og er stýring eignasafns viðkomandi að jafnaði þýðingarmikill hluti af einkabankþjónustu.

²³ Með brúttóstærð er átt við að mögulegar fjórfestingar sjóða og safna, sem rekin eru innan vébanda sömu samstæðu, í smásölusjóðum, hafa ekki verið dregnar frá. Til að forðast oftalningu við mat á heildarmarkaðshlutdeild einstakra



smásölusjóðamarkaði eru settar í hlutfall af brúttóstærð smásölusjóðamarkaðar m.v. lok apríl 2024 sem unnt er að meta út frá opinberum gögnum á vef Seðlabanka Íslands, þá er hlutdeild samrunaaðila enn innan 5-10% bilsins en hefur fallið talsvert innan bilsins.

86. Í þessu ljósi, með hliðsjón af því að hlutdeild Skaga á smásölusjóðamarkaði er aðeins fjórðungur af samanlagðri hlutdeild samrunaaðila og með hliðsjón dreifingu hlutdeilda á þessum markað samkvæmt ákvörðun nr. 5/2019, og í ljósi þess að ekkert bendir til að hlutdeild viðskiptabankanna hafi dregist saman svo nokkru nemi á þessum markaði frá því ákvörðun nr. 5/2019 var tekin, áætla Samkeppniseftirlitið að hið svonefnda delta-gildi, sem er munurinn á HHI gildum fyrir og eftir samrunann, mælist vel innan ásættanlegra marka út frá samkeppnissjónarmiði á smásölusjóðamarkaði.²⁴

Fagfjárfestamarkaður

87. Samanlögð hlutdeild samrunaaðila á fagfjárfestamarkaði liggur ekki nákvæmlega fyrir en myndi falla innan bilsins 10-15% ef stærð markaðarins hefði staðið í stað frá því að ákvörðun nr. 5/2019 var tekin. Ljóst er að markaðurinn hefur stækkað talsvert frá árslokum 2018 og áætla Samkeppniseftirlitið að samanlögð hlutdeild þeirra á fagfjárfestamarkaði liggi að líkindum á bilinu 5-10% af stærð markaðarins nú. Að mati Samkeppniseftirlitsins er sú samþjöppun sem leiðir af samrunanum á þessum markaði ekki áhyggjuefni enda er fyrir hendi talsverður kaupendastyrkur á þessum markaði eins og fram kom í ákvörðun nr. 5/2019. Í henni segir m.a.:
88. „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.“²⁵
89. Svo sem fram kom í ákvörðun nr. 5/2019 starfar fjöldi keppinauta starfar á markaðnum og eru sumir þeirra afar öflugir. Ekki er tilefni til að ætla að stórfelldar breytingar hafi orðið á dreifingu markaðshlutdeildar frá því að ákvörðun nr. 5/2019 var tekin en jafnvel þótt dreifing hlutdeildar hafi tekið breytingum, þá er ljóst að tilteknir keppinoutar á markaðnum eru með miklum mun meiri markaðsstyrk heldur en samrunaaðilar.

Safnastýringarmarkaður

90. Ef samanlagðar eignir í stýringu hjá samrunaaðilum á safnastýringarmarkaði fyrir almenna fjárfesta eru settar í hlutfall af brúttóstærð þess markaðar samkvæmt gögnum sem aflað var

samstæðna (s.s. viðskiptabankanna) getur verið nauðsynlegt að taka tillit til innbyrðis fjárfestinga sjóða og safna innan sömu samstæðu. Í ljós kom hins vegar við rannsóknina sem leiddi til ákvörðunar nr. 5/2019 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.

²⁴ HHI stendur fyrir *Herfindahl-Hirschman Index*. Gildið er reiknað með því að hefja hlutdeild sérhvers fyrirtækis á þeim markaði sem er til skoðunar upp í annað veldi og síðan eru allar ferningstölur sem þannig verða til lagðar saman til að fá út HHI gildi viðkomandi markaðar: $HHI = MH1^2 + MH2^2 + MH3^2 + MH4^2 \dots + MHN^2$. Samkvæmt *Leiðbeiningum framkvæmdastjórnar ESB varðandi mat á láréttum samrunum* má almennt telja aukna samþjöppun vegna samruna innan ásættanlegra marka út frá samkeppnissjónarmiði ef delta-gildið er lægra en 250 í tilviki markaðar þar sem HHI-gildið eftir samruna er milli 1000 og 2000, og ef delta-gildið er lægra en 150 í tilviki markaðar þar sem HHI-gildið eftir samruna er yfir 2000, nema þegar sérstakar kringumstæður eru fyrir hendi svo sem nánar er lýst í leiðbeiningunum. Delta-gildið á smásölusjóðamarkaði vegna þessa samruna mælist aðeins um 10 ef hlutdeildardreifing sú sem var á markaðnum þegar ákvörðun nr. 5/2019 var tekin hefur haldist nokkurn veginn óbreytt á þessum markaði.

²⁵ Í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019 segir einnig m.a.: „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 þóknarir eða færa viðskipti sín á milli eignastýringaraðila ellegar með því að færa fjárfestingar sínar úr stýringu eignastýringarfélaga inn í eigin stýringu.“



við smíði ákvörðunar nr. 5/2019, eins og hann var metinn í lok árs 2018, þá mælist samanlögð hlutdeild samrunaaðila á bilinu 10-15%. Ef stærð þessa markaðar væri metin að nýju nú, telur Samkeppniseftirlitið talsverðar líkur á að hlutdeild samrunaaðila á þessum markaði myndi mælast innan bilsins 5-10%. Af þessu og með hliðsjón af því að ekki hafa komið fram vísbendingar um að sterk staða viðskiptabankanna fjögurra hafi veikst á þessum markaði frá því ákvörðun nr. 5/2019 var tekin, má draga þá ályktun að samþjöppunaráhrif samrunans á þessum markaði séu innan ásættanlegra marka út frá samkeppnissjónarmiði. Á þetta sérstaklega við þar sem samrunaaðilar hafa ekki yfir að ráða þeirri viðskiptabankalegu þjónustubreidd sem almennt stendur einkabankaviðskiptavinum til boða.

91. Við mat á áhrifum samrunans í þessu sambandi ber einnig að líta til þess að stór hluti þess fjár sem berst í stýringu á safnastýringarmarkað hefur í framhaldinu verið fjárfestur í sjóðum sem stýrt er innan vébanda sömu samstæðu samkvæmt rannsókn Samkeppniseftirlitsins vegna samruna Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf. Standa því rök til þess að heildarhlutdeild einstakra aðila á sviði eignastýringar komi að verulegu leyti fram í hlutdeild þeirra á sviði sjóðastýringar, þ.e. eftir að leiðrétt hefur verið fyrir innbyrðis fjárfestingum.

Samandregnar ályktanir um áhrif samrunans á eignastýringarmarkað

92. Með vísan til framangreinds telur Samkeppniseftirlitið ekki að samþjöppunaráhrif samrunans á sviði eignastýringar séu slík að það gefi tilefni til íhlutunar. Hefur í því sambandi m.a. verið tekið mið af kaupendastyrk á fagfjárfestamarkaði. Ennfremur er ljóst að viðskiptavinir samrunaaðila eiga úr ýmsum möguleikum að velja ef þeir skyldu vilja færa viðskipti sín til annarra þjónustuveitenda á sviði eignastýringar. Þá verður heldur ekki fram hjá því litið að fjárhagslegur styrkur stóru viðskiptabankanna þriggja er margfaldur á við sameinað félag Skaga og ÍV og búa þeir yfir mun öflugra dreifikerfi fyrir t.d. verðbréfasjóði en samrunaaðilar. Að auki búa viðskiptabankarnir yfir meiri þjónustubreidd en samrunaaðilar sem getur haft þýðingu við að laða að viðskiptavini í einkabankþjónustu og þar með í þar að lútandi safnastýringu.
93. Þá fæst ekki séð að samruninn hafi í för með sér slík samhæfingaráhrif á eignastýringarmarkaði að það gefi tilefni til frekari rannsóknar eða íhlutunar. Þá hafa ekki komið fram vísbendingar sem lúta að öðrum mögulegum skaðlegum samkeppnisáhrifum vegna samrunans sem gefa tilefni til frekari rannsóknar eða íhlutunar.
94. Að öllu samanlögðu verður því ekki séð að samruni ÍV og Skaga hindri virka samkeppni á eignastýringarmarkaði í heild eða einstökum undirmörkuðum hans.

3.2. Áhrif á markað fyrir markaðsviðskiptaþjónustu

3.2.1. Sjónarmið samrunaaðila

95. Fram kemur í máli samrunaaðila að Fossar hafi milligöngu um innlenda og erlenda fjármálagerninga (hlutabréf og skuldabréf) auk þess að sinna gjaldeyrisþjónustu. ÍV þjónusti sömuleiðis viðskiptamenn sína við kaup og sölu á skráðum og óskráðum verðbréfum. Að mati samrunaaðila koma einkum til skoðunar markaðir fyrir skuldabréfamiðlun og hlutabréfamiðlun vegna skörunar á starfsemi samrunaaðila á sviði markaðsviðskiptaþjónustu.
96. Benda samrunaaðilar á í samantekt að markaðshlutdeild ÍV sé mjög lág á markaðnum fyrir markaðsviðskipti í heild jafnt sem á undirmörkuðum hans, þ.e. á sviði skuldabréfamiðlunar og hlutabréfamiðlunar. Þar að auki ráðist markaðsstyrkur ekki af styrk einstaka vörumerkja á



Þessum markaði heldur fyrst og fremst framgöngu og tengslum einstakra miðlara, sem geri það að verkum að markaðshlutdeild geti sveiflast mikið á milli ára.

Skuldabréfamiðlun

97. Samrunaaðilar telja að við mat á markaðshlutdeild á markaði fyrir skuldabréfamiðlun skuli líta til veltutalna með skráð skuldabréf í kauphöllinni. Líkt og fjallað hafi verið um í ákvörðun nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, gefi viðskipti í kauphöll mjög gagnlega vísbendingu um markaðshlutdeild á sviði skuldabréfamiðlunar og hlutabréfamiðlunar, þrátt fyrir að í þeim tölum sé ekki gerður greinarmunur á eigin viðskiptum bankanna, viðskiptavakt og viðskiptum fyrir þriðja aðila.
98. Með hliðsjón af framangreindu og upplýsingum úr kauphöllinni um veltu síðustu 12 mánuði fyrir undirritun kaupsamninganna, sbr. fylgiskjal 8, er það mat samrunaaðila að áætluð sameiginleg markaðshlutdeild þeirra á markaði fyrir skuldabréfamiðlun sé 15-20%. Þannig sé markaðshlutdeild ÍV tæplega [...] ²⁶ m.v. veltu á síðustu 12 mánuðum (vika 19 2023 - vika 19 2024) en markaðshlutdeild Fossa [...] ²⁷. Þá sé einnig mikilvægt að taka tillit til eðli verðbréfamiðlunar og þeirrar staðreyndar að markaðshlutdeild geti breyst snögglega þar sem árangur á markaðinum ráðist að miklu leyti af framgöngu einstaka verðbréfamiðlara sem starfi á markaðnum, en sé ekki bundinn við hvert og eitt fyrirtæki. Þannig geti markaðshlutdeild sveiflast mikið við það eitt að einn miðlari skipti um vinnustað.

Hlutabréfamiðlun

99. Samrunaaðilar telja að beita skuli sömu aðferðafærði við mat á markaðshlutdeild á markaði fyrir hlutabréfamiðlun. Með hliðsjón af upplýsingum úr kauphöllinni um veltu síðustu 12 mánuði fyrir undirritun kaupsamninganna, sbr. fylgiskjal 8, áætla samrunaaðilar að sameiginleg markaðshlutdeild sé 10-15%, en markaðshlutdeild ÍV sé aðeins um [...] ²⁸ á meðan markaðshlutdeild Fossa sé um [...] ²⁹.

Áhrif samrunans á framangreinda markaði

100. Með vísan til framangreindrar umfjöllunar telja samrunaaðilar að fyrirhugaður samruni muni ekki hindra virka samkeppni á markaðnum með því að markaðsráðandi staða verði til eða slík staða styrkist, eða að samkeppni á markaði fyrir markaðsviðskipti raskist að öðru leyti, hvort sem það er á undirmarkaði fyrir skuldabréfamiðlun eða hlutabréfamiðlun. Á markaðnum sé að finna fjölmarga keppinauta, þar með talið viðskiptabankana fjóra, ACRO verðbréf hf. og Arctica Finance hf.

3.2.2. Niðurstaða Samkeppniseftirlitsins um áhrif á mörkuðum fyrir markaðsviðskiptabjónustu

101. Gögn málsins um hlutdeild í verðbréfamiðlun sem samrunaaðilar hafa lagt fram fela í sér yfirlit um veltu í verðbréfavíðskiptum á First North Iceland, Iceland Cash Bond Trading, OMX ICE Equities og Iceland FN Bond Market. Samkvæmt útreikningum á grundvelli þessara gagna er markaðshlutdeild ÍV í bæði skuldabréfamiðlun og hlutabréfamiðlun hverfandi. Þar af leiðandi eru delta-gildi samrunans á grundvelli framangreindra veltutalna sömuleiðis hverfandi í tilvikum bæði skuldabréfamiðlunar og hlutabréfamiðlunar. Það gefur til kynna að samþjöppunaráhrif samrunans séu hverfandi á mörkuðum fyrir skuldabréfamiðlun og hlutabréfamiðlun. Þá er ljóst

²⁶ Trúnaðarupplýsingar.

²⁷ Trúnaðarupplýsingar.

²⁸ Trúnaðarupplýsingar.

²⁹ Trúnaðarupplýsingar.



að viðskiptavinir samrunaaðila eiga úr ýmsum möguleikum að velja ef þeir skyldu vilja færa viðskipti sín til annarra þjónustuveitenda.

102. Samkeppniseftirlitið telur að í máli þessu nægi að taka mið af framangreindum veltutölum við mat samþjöppunaráhrifum samrunans á mörkuðum fyrir markaðsviðskiptaþjónustu. Vísast í því sambandi til þess að í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 17/2015, *Samruni MP banka hf. og Straums fjárfestingarbanka hf.*, kom fram að slíkar viðskiptaveltutölur sem hér um ræðir gefi mjög gagnlega vísbendingu um markaðshlutdeild á sviði skuldabréfamiðlunar og hlutabréfamiðlunar.
103. Í framangreindri ákvörðun nr. 17/2015 kemur fram að það sé þekkt að yfir tíma geta viðskiptavinir myndað persónulegt traust til verðbréfamiðlara sem þeir eiga oftast samskipti við í einstökum fjármálafyrirtækjum. Þar af leiðandi geti markaðshlutdeild í verðbréfamiðlun færst til við það eitt að lykilstarfsmenn verðbréfamiðlunar færi sig til milli fjármálafyrirtækja því oft fylgja fastaviðskiptavinirnir með í kjölfarið. Þetta gæti gefið til kynna að stöðugleiki markaðshlutdeildar einstakra fyrirtækja sé minni á þessum markaði og á ýmsum öðrum mörkuðum. Einnig kann þetta að gefa til kynna að vel heppnuð ráðningarleit (e. headhunting) á þessum markaði gæti skilað áþekktum áhrifum á markaðshlutdeild og samruni við lítil fyrirtæki á þessu sviði.
104. Ekki hafa komið fram vísbendingar sem gefa tilefni til frekari rannsóknar og eða íhlutunar vegna mögulegra samkeppnisáhrifa samrunans á mörkuðum fyrir markaðsviðskiptaþjónustu.
105. Að öllu samanlögðu verður ekki séð að samruni ÍV og Skaga hindri virka samkeppni á mörkuðum fyrir markaðsviðskiptaþjónustu.

3.3. Heildarniðurstaða um áhrif samrunans á samkeppni

106. Rannsókn Samkeppniseftirlitsins vegna samrunans bendir ekki til að samruni Skaga og ÍV leiði til þess að markaðsráðandi staða verði til eða styrkist, eða samruninn leiði til þess að samkeppni raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti, sbr. 17. gr. c samkeppnislaga.
107. Telur Samkeppniseftirlitið að ekki sé nauðsynlegt að rannsaka viðskiptin frekar og lýkur því rannsókn eftirlitsins vegna samrunans á fyrsta fasa með þeirri ályktunarniðurstöðu að ekki sé tilefni til íhlutunar vegna áhrifa samrunans á samkeppni.



V. Ákvörðunarorð

„Kaup Skaga hf. á um 98,07% af heildarhlutafé Íslenskra verðbréfa hf. fela í sér samruna í skilningi 17. gr. samkeppnislaga. Samkeppniseftirlitið telur ekki forsendur til þess að aðhafast vegna samrunans.“

Samkeppniseftirlitið

Páll Gunnar Pálsson