

## Kaup Vátryggingafélags Íslands hf. á öllu hlutafé í Fossum fjárfestingarbanka hf.

### I. Samantekt

- Með ákvörðun þessari er tekin afstaða til kaupa Vátryggingafélags Íslands hf. („VÍS“) á öllu hlutafé í Fossum fjárfestingarbanka hf. („Fossar“) en í honum felst samruni í skilningi 17. gr. samkeppnislaga nr. 44/2005. Samruninn var tilkynntur formlega til Samkeppniseftirlitsins þann 23. maí 2023. Tilkynningarskylda virkjaðist 14. júní 2023 og frestir byrjuðu að líða þann 15. júní 2023.
- Athugun Samkeppniseftirlitsins hefur leitt í ljós að að áhrif samrunans gæti fyrst og fremst á markaði fyrir eignastýringu. Aðrir markaðir málsins verða ekki fyrir neikvæðum láréttum áhrifum, eins og mál þetta liggur fyrir, né að möguleg lóðrétt áhrif eða samsteypuáhrif samrunans séu skaðleg samkeppni. Ljóst er að sameinað félag getur orðið öflugur aðili á markaði fyrir eignarstýringu. Sömuleiðis liggur fyrir að á þeim markaði eru fleiri keppinautar, eins og bent er á í samrunaskrá.
- Í þessu sambandi má benda á að í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019 *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.* var niðurstaða eftirlitsins sú að samstæða viðskiptabankanna fjögurra á markaði fyrir eignarstýringu í heild sinni héldu á samanlagt 80-90% af markaðnum. Engar vísbendingar eru um að sú staða hafa breyst í stórum dráttum. Þá má ætla að viðskiptavinir í eignastýringu, þá sérstaklega stofnanafjárfestar, veiti samkeppnislegt aðhald sem kaupendur viðkomandi þjónustu. Sömuleiðis skal tekið fram að ekki bárust neinar neikvæðar umsagnir um samrunann frá markaðsaðilum.
- Það er niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að ekki séu forsendur til íhlutunar vegna viðskiptanna. Þannig eru ekki vísbendingar fyrir hendi sem gefi tilefni til þess að ætla að markaðsráðandi staða sé að myndast eða styrkjast á tilgreindum mörkuðum málsins eða samkeppni að raskast að öðru leyti með umtalsverðum hætti.

### II. Málsmeðferð

- Þann 23. maí 2023 barst Samkeppniseftirlitinu fullnægjandi styttri samrunatilkynning vegna kaupa VÍS á öllu hlutafé í Fossum.
- Áður en samrunatilkynning barst áttu samrunaaðilar og Samkeppniseftirlitið í forviðræðum, sbr. 4. gr. reglna nr. 1390/2020 um tilkynningu og málsmeðferð í samrunamálum. Hófust þær í lok apríl 2023.
- Með tölvupósti Samkeppniseftirlitsins þann 5. júní 2023 var samrunaaðilum tilkynnt að tilkynningarskylda vegna samrunans hefði ekki virkjust í skilningi samkeppnislaga að mati Samkeppniseftirlitsins, vegna verulegs fyrirvara um kaupin sem laut m.a. að samþykki hluthafafundar VÍS um breytingu á samþykktum og hækkun



hlutafjár, sbr. 17. gr. a. samkeppnislaga, sbr. einnig 7. gr. reglna nr. 1390/2020 um tilkynningu og málsmeðferð í samrunamálum. Var það mat Samkeppniseftirlitsins að viðskiptin gætu ekki á þeim tímapunkti, vegna téðs fyrirvara, gengið að óbreyttu í gegn líkt og vísað er til í áður nefndum reglum um málsmeðferð og tilkynningu samruna.

8. Samkeppniseftirlitið tók, þrátt fyrir það, á móti samrunaskrá og fylgigögnum. Þá kom fram í samskiptum við aðila að ef hluthafafundur VÍS samþykkti væntanlega hækkun hlutafjár og breytingar á samþykktum, líkt og samrunaaðilar töldu líklegt, mætti álykta sem svo að tilkynningarskyldan myndi virkjast við það tímamark. Þá kom fram af hálfu Samkeppniseftirlitsins að ef slíkt samþykki fengist myndu tímafrestir samkvæmt samrunareglum samkeppnislaga byrja að líða 15. júní 2023.
9. Með tölvupósti frá lögmanni samrunaaðila þann 15. júní 2023 var greint frá því að hluthafafundur VÍS hefði samþykkt kaup VÍS á Fossum með umræddum félagaréttarlegum breytingum, og áður greindur fyrirvari við kaupin væri því niður fallin. Þann sama dag tilkynnti Samkeppniseftirlitið samrunaaðila að samrunaskrá hefði verið metin fullnægjandi og að umsagnarbeiðnir hefðu verið sendar markaðsaðilum samdægurs.
10. Við athugun málsins leit Samkeppniseftirlitið til upplýsinga í samrunaskrá, fylgigagna, umsagna markaðsaðila, fyrri rannsókna eftirlitsins á viðkomandi mörkuðum og opinberra gagna.

### III. Samruninn

11. Samkvæmt 17. gr. samkeppnislaga telst samruni hafa átt sér stað þegar breyting verður á yferráðum til frambúðar. Samruni getur þannig m.a. falist í samruna tveggja eða fleiri fyrirtækja eða hluta úr fyrirtækjum sem áður störfuðu sjálfstætt, sbr. a-lið 1. mgr. 17. gr. laganna. Að mati Samkeppniseftirlitsins fela viðskipti þessa máls í sér tilkynningarskyldan samruna. Verður þá fjallað stuttlega um samrunaaðila.

VÍS

12. Í samrunaskrá segir að VÍS sé váttryggingafélag með tilskilin starfsleyfi til þess að stunda váttryggingastarfsemi hér á landi samkvæmt lögum nr. 100/2016 um váttryggingastarfsemi. VÍS hafi verið stofnað formlega 5. febrúar árið 1989 við sameiningu Samvinnutrygginga og Brunabótafélags Íslands sem rekur sögu sína allt aftur til ársins 1917. Meginstarfsemi VÍS sé á sviði skaðatrygginga. Áhersla sé á eignatryggingar, sjó- og farmtryggingar, lögboðnar ökutækjatryggingar, frjálsar ökutækjatryggingar, ábyrgðartryggingar, slysatryggingar og erlendar endurtryggingar. Auk þess eigi félagið og reki líftryggingafélagið Líftryggingafélag Íslands hf. sem býður upp á persónutryggingar á borð við líf- og sjúkdómatryggingar.
13. Þá segir að VÍS sé skráð á aðalmarkað Nasdaq Iceland hf. Í lok árs 2022 hafi hluthafar félagsins verið 937 en um 50% hluta séu í eigu lífeyrissjóða.
14. Tíu stærstu hluthafar VÍS hafi verið þann 10. apríl 2023 eftirtaldir aðilar:

Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins	9,14%
SKEL fjárfestingafélag hf.	8,97%
Gildi – lífeyrissjóður	8,95%
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	8,69%
Sjávarsýn ehf.	7,11%



Lífeyrissjóður verslunarmanna	6,50%
Stapi lífeyrissjóður	4,29%
Birta lífeyrissjóður	3,69%
Brú – lífeyrissjóður starfsmanna sveitarfélaga	3,44%
Vátryggingafélag Íslands hf.	3,11%

35. Jafnframt kemur fram að stjórn VÍS sé skipuð þeim Stefáni Héðni Stefánssyni stjórnarformanni, Ásgeiri Helga Reykafjörð Gylfasyni, Guðnýju Hansdóttur, Mörtu Guðrúnu Blöndal og Vilhjálmi Egilssyni. Forstjóri VÍS sé Guðný Helga Herbertsdóttir.
36. Að sögn samrunaaðila hafi VÍS ákveðið á árinu 2022 að útvíkka starfsemi sína og bjóða upp á sjóða- og eignastýringu. Stofnað hafi verið nýtt dótturfélag undir starfsemina, SIV eignastýring hf. („**SIV eignastýring**“), sem hafi sótt um starfsleyfi til rekstrar sérhæfðrar sjóða samkvæmt lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða með viðbótarheimild til eignastýringar. Það starfsleyfi hafi verið veitt þann 14. janúar 2023. Þá segir að VÍS muni fela SIV eignastýringu að stýra fjárfestingareignum sínum en samhliða mun SIV eignastýring reka sérhæfða sjóði og sérhæfða sjóði fyrir almenna fjárfesta. VÍS fari með [...]¹ eignarhlut í SIV eignastýringu, og muni VÍS eitt fara með virkan eignarhlut í félaginu, en aðrir helstu hluthafar séu Arnór Gunnarsson, forstöðumaður fjárfestinga hjá VÍS, sem fari með [...]² og Þorkell Magnússon, sem starfað hefur sem forstöðumaður sjóðastýringar Kviku banka hf., með [...]³ en báðir munu þeir starfa hjá SIV eignastýringu. Þá fari Guðmundur Oddur Eiríksson með [...]⁴ eignarhlut og Sævar Ingi Haraldsson með [...]⁵ eignarhlut.
37. Heildarvelta samstæðu VÍS árið 2022 var 24.789 milljónir króna samkvæmt samrunaskrá.

#### *Fossar*

38. Í samrunaskrá segir Fossar séu lánafyrirtæki samkvæmt lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og hafi starfsleyfi frá Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands („**FME**“). Bankinn þjónusti innlenda og erlenda fjárfesta á sviði miðlunar fjármálagerninga, fyrirtækjaráðgjafar og eignastýringar. Kemur fram að starfsleyfi félagsins taki til móttöku endurgreiðanlegra fjármuna frá almenningi, útlána, fjárfestingarþjónustu og fjárfestingastarfsemi, þ.e. móttöku og miðlunar fyrirmæla frá viðskiptavinum um einn eða fleiri fjármálagerninga, framkvæmdar fyrirmæla fyrir hönd viðskiptavina, eignastýringar, fjárfestingaráðgjafar, umsjónar með útboði fjármálagerninga án sölutryggingar sem og töku verðbréfa til viðskipta á skipulegum markaði. Þá hafi félagið heimild til að veita viðbótarþjónustu, svo sem vegna vörslu og umsýslu í tengslum við einn eða fleiri fjármálagerninga fyrir reikning viðskiptavinar.
39. Þá segir að þjónusta sú sem Fossar veiti skiptist að meginstefnu til niður á fimm svið, en þau séu markaðsviðskipti, fyrirtækjaráðgjöf, eignastýring, eigin viðskipti og útlánastarfsemi.
40. Sömuleiðis kemur fram að Fossar séu í meirihlutaeigu Fossa Holding, sem eigi 78,02% hlutafjár í Fossum. Fossar Holding séu í endanlegri eigu Sigurbjörns Þorkelssonar og Aðalheiðar Magnúsdóttur (58,03% hlutafjár í gegnum Klettur fjárfestingar ehf.), Haralds Þórðarsonar (25,74% hlutafjár í gegnum H3 ehf.) og Steingríms

¹ Trúnaðarupplýsingar

² Trúnaðarupplýsingar

³ Trúnaðarupplýsingar

⁴ Trúnaðarupplýsingar

⁵ Trúnaðarupplýsingar



Arnars Finnssonar (16,23% hlutfjár í gegnum Kormákur Invest ehf.). Sigurbjörn Þorkelsson og Aðalheiður Magnúsdóttir fara síðan með yfirlit yfir Fossum Holding í skilningi samkeppnislaga og þar með einnig yfir Fossum.

41. Stjórn Fossa er skipuð þeim Sigurbirni Þorkelssyni stjórnarformanni, Önnu Baldursdóttur, Lilja Dóru Halldórsdóttur, Brynju Baldursdóttur og Kolbeini Arinbjarnarsyni. Forstjóri Fossa er Haraldur Þórðarson.
42. Einnig kemur fram að Fossar fari með yfirlit yfir dótturfélagi sínu, Glym hf. („**Glymur**“), rekstraraðila sérhæfðra sjóða samkvæmt lögum nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Glymur leggi þannig áherslu á sérhæfðar fjárfestingar auk sérválinna fjárfestinga fyrir fagfjárfesta og reki þrjá sjóði: (i) Glym Kredit/Holding slhf., (ii) Glym GCW slhf. og (iii) Sidekick Holding slhf.
43. Jafnframt segir að Fossar fari ekki með yfirlit yfir öðrum félögum en að Fossar fari með 19,8% eignarhlut í T plús hf., fyrirtæki á sviði bakvinnsluþjónustu, en þann 5. maí 2023 veitti FME Fossum heimild til að fara með virkan eignarhlut í T plús hf. Fossar reki ekki starfsemi erlendis.
44. Heildarvelta Fossa árið 2022 var 1.306 milljónir króna samkvæmt samrunaskrá.

## 1. Markaðir málsins

45. Við mat á samkeppnislegum áhrifum samruna samkvæmt 17. gr. c samkeppnislaga er nauðsynlegt að skilgreina þann markað sem samrunaaðilar starfa á. Samkvæmt 4. gr. laganna er markaður skilgreindur sem sölusvæði vöru og staðgönguvöru eða þjónustu og staðgöngubjónustu. Staðganga er þegar vara eða þjónusta getur að fullu eða verulegu leyti komið í stað annarrar vöru eða þjónustu. Með hliðsjón af hagfræðilegum rökum þarf að líta á viðkomandi markað út frá a.m.k. tveimur sjónarhornum; annars vegar vöru- eða þjónustumarkaði og hins vegar landfræðilegum markaði. 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*.
46. Samrunaaðilar greina frá samrunaskrá að félögin starfi á ólíkum mörkuðum að frátöldum markaði fyrir eignastýringu. Þá hafi viðskiptin að einhverju leyti í för með sér lóðrétt áhrif að mati samrunaaðila, að því leyti að VÍS kaupir þjónustu á sviði markaðsviðskipta og á sviði eignastýringar þar sem VÍS heldur á eignarhlutum í ýmsum sjóðum. Samkvæmt framangreindu munu áhrif viðskiptanna að mati samrunaaðila fyrst og fremst gæta á markaði fyrir eignastýringu.
47. Í samrunaskrá er nokkuð ítarleg umfjöllun um þá markaði sem samrunaaðilar starfa á. Markaðir af hálfu þeirra eru taldir upp sem:
  - a) Markaður fyrir markaðsviðskiptaþjónustu
  - b) Markaður fyrir fyrirtækjaráðgjöf
  - c) Markaður fyrir eignastýringu
  - d) Markaður fyrir lánastarfsemi
  - e) Markaður fyrir skaðatryggingar
  - f) Markaður fyrir líftryggingar
  - g) Markaður fyrir endurtryggingar



48. Verður nú fjallað nánar um hvern og einn markað eins og sú umfjöllun birtist í samrunaskrá.

*Markaður fyrir markaðsviðskiptaþjónustu*

49. Í samrunaskrá er vísað til ákvörðunar Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2021 *Samruni Kviku banka hf. TM hf. og Lykils fjármögnunar hf.* en þar má finna umfjöllun um markaðsviðskiptaþjónustu. Af þeirri ákvörðun og eldri framkvæmd telja samrunaaðilar að líta megi svo á að markaðsviðskiptaþjónusta myndi sérstakan markað. Telja þeir að þar falli undir falli þjónusta á borð við viðskipti fyrir þriðja aðila með hlutabréf, skuldabréf, afleiður, gjaldmiðla, skammtímaskuldaskjöl og aðra eignaflokka. Einnig hafi áhættulaus viðskipti fyrir eigin reikning verið talin falla undir skilgreininguna á markaðsviðskiptaþjónustu samkvæmt samrunaaðilum en færa megi fyrir því rök, þó svo að það hafi ekki þýðingu fyrir úrlausn þessa máls að mati þeirra, að þjónusta Fossa á sviði eigin viðskipta falli þar undir. Þá vísa samrunaaðilar í skýrslu SE nr. 1/2013 *Fjármálaþjónusta á krossgötum* en þar sé vikið að þremur undirmörkuðum markaðar fyrir markaðsviðskiptaþjónustu sem séu: (i) miðlun fyrir skráð hlutabréf og skuldabréf, (ii) miðlun fyrir óskráð verðbréf og (iii) gjaldeyrismiðlun og afleiðumiðlun.

50. Telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður sé Ísland allt.

*Markaður fyrir fyrirtækjaráðgjöf*

51. Samrunaaðilar segja að í framkvæmd Samkeppniseftirlitsins hafi verið talið að til staðar sé markaður fyrir fyrirtækjaráðgjöf. Þannig segir í téðri ákvörðun nr. 5/2021 að þar undir falli meðal annars útboð og skráning verðbréfa og stærri og minni ráðgjafarverkefni um kaup og sölu fyrirtækja og fjármögnun. Í nefndri ákvörðun sé einnig vísað til fyrrnefndrar skýrslu SE nr. 1/2013 og tekið fram að samkvæmt samantekt í þeirri skýrslu hafi stóru viðskiptabankarnir þrír notið „*afgerandi yfirburða*“ á sviði skráningar og stærri verkefni, þannig að um 80% stærri verkefna hefði verið hjá viðskiptabönkunum en að minni verkefni hafi skipst nokkuð jafnt milli stærri banka og minni fjármálafyrirtækja. Í ákvörðun SE nr. 5/2021 hafi síðan ekki verið talið vísbendingar um annað en að stóru viðskiptabankarnir væru enn með sterka stöðu á þessum markaði.

52. Telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður sé Ísland allt þó með þeim fyrirvara að stærri ráðgjafarverkefni kunni að vera stærri en Ísland.

*Markaður fyrir eignastýringu*

53. Í samrunaskrá segir að samkvæmt ákvörðunum framkvæmdastjórnar ESB er varða eignastýringu taki eignastýring til fjárfestingarráðgjafar og þar að lútandi fjárfestingar á grundvelli umboðs frá viðskiptavini. Þannig feli eignastýring í sér útfærslu, stofnun og markaðssetningu á sjóðum af ýmsu tagi um sameiginlega fjárfestingu og stýringu verðbréfaeignasafna fyrir lífeyrissjóði, stofnanir og einkafjárfesta. Samrunaaðilar vísa til þess að í fyrri málum Samkeppniseftirlitsins hefur verið notast við umrædda afmörkun í evrópskum samkeppnisrétti til grunnviðmiðunar á því hvað eignastýring felur í sér, sbr. ákvarðanir SE nr. 5/2021, 5/2019 og 17/2015.

54. Þá segir að í ákvörðun SE nr. 5/2019 *Samruni Kviku banka hf. og Gamma Capital Management hf.* hafi komið fram það mat eftirlitsins að eignastýringarmarkaður greinist í eftirfarandi undirmarkaði:

- a) Markað fyrir verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði sem öllum stendur til boða (nú nefndir sérhæfðir sjóðir fyrir almenna fjárfesta samkvæmt lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða)
- b) Markað fyrir eignastýringu fyrir stofnanafjárfesta og aðra fjársterka fagfjárfesta
- c) Markað fyrir stýringu séreignarlífeyrissparnaðar fyrir einstaklinga, og hugsanlega;



d) Markað fyrir stýringu sérgreindra safna fyrir viðskiptavini einkabankþjónustu

55. Telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður sé Ísland allt þó með þeim fyrirvara að sameiginlegar fjárfestingar fagfjárfesta eigi sér litla landfræðilega takmörkun.
56. Ekki er að finna neina sérstaka umfjöllun um vöru- og þjónustumarkað fyrir útlánastarfsemi hjá samrunaaðilum, en vísað til þess að landfræðilegur markaður sé Ísland allt.

#### *Markaðir fyrir skaðatryggingar, líftryggingar og endurtryggingar*

57. Samrunaaðilar vísa til þess að í ákvörðunarframkvæmd Samkeppniseftirlitsins hafi verið talið að váttryggingarstarfsemi skiptist í þrjá undirmarkaði, þ.e. markað fyrir skaðatryggingar, markað fyrir líftryggingar og markað fyrir endurtryggingar, sbr. m.a. skýrslu SE nr. 2/2011 *Samkeppni eftir hrun* og téð ákvörðun SE nr. 5/2021. Segja þeir að þessi skipting sé í samræmi við úrlausnir framkvæmdastjórnar ESB.
58. Þá er vísað til þess af hálfu samrunaaðila að í ákvörðunarframkvæmd Samkeppniseftirlitsins hefur jafnframt verið minnst á að umræddir undirmarkaðir kunni að skiptast í enn fleiri undirmarkaði, en í þeim málum sem hafa komið til úrlausnar hafi ekki verið talin þörf á að taka endanlega afstöðu til slíkrar skiptingar. Þannig hafi verið talið að til greina geti komið að skilgreina undirmarkaði skaðatrygginga út frá einstökum tegundum skaðatrygginga og að líftryggingastarfsemi megi skipta í áhættulíftryggingar og heilsulíftryggingar. Svo taka samrunaaðilar að þar sem sá samruni sem hér sé til umfjöllunar leiði ekki til neinna breytinga á starfsemi eða hlutdeild VÍS á váttryggingarmörkuðum telji þeir að ekki sé þörf á að taka endanlega afstöðu til skilgreiningu hugsanlegra undirmarkaða skaða- og líftrygginga.
59. Í samræmi við fyrri ákvarðanir eftirlitsins telja samrunaaðilar að landfræðilegur markaður skaðatrygginga sé landið allt. Hvað varði landfræðilega afmörkun markaða líftrygginga þá telja samrunaaðilar að sá markaður sé einnig landið allt, en geti komið til greina að skilgreina þann markað sem stærrí en Ísland. Með hliðsjón af eðli þessa samruna telja samrunaaðilar að ekki sé þörf á að taka endanlega afstöðu til landfræðilegrar skilgreiningar váttryggingarmarkaða.
60. Samkeppniseftirlitið getur í þessu máli tekið undir umfjöllun og sjónarmið samrunaaðila um markaðsskilgreiningar og lagt til grundvallar. Þó er rétt að halda því til haga að til staðar geta verið fleiri undirmarkaðir en umfjöllunin gefur til kynna. Sambærileg sjónarmið eiga við um skilgreiningu landfræðilega markaði, þ.e. nánari athugunar er þörf á hverjum og einum markaði. Að mati Samkeppniseftirlitsins þarf þó ekki að taka formlega afstöðu til markaðsskilgreininga þar sem það hefur ekki áhrif á niðurstöðu málsins.

## **2. Samkeppnisleg áhrif samrunans**

61. Við mat á samkeppnislegum áhrifum samruna ber að líta til þess hvort samruninn leiði til þess að markaðsráðandi staða skapist eða styrkist eða hvort samruninn leiði til þess að samkeppni raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti eins og áður sagði, sbr. 17. gr. c samkeppnislaga. Í ákvæði 4. gr. samkeppnislaga kemur fram að markaðsráðandi staða sé fyrir hendi þegar fyrirtæki hefur þann efnahagslega styrk að geta hindrað virka samkeppni á þeim markaði sem máli skiptir og að það geti að verulegu leyti starfað án þess að taka tillit til keppinauta, viðskiptavina og neytenda.

#### *Sjónarmið samrunaaðila*

62. Samrunaaðilar greina frá því að þegar kemur að markaðsviðskiptum þá veiti Fossar alhliða þjónustu í tengslum við verðbréfavíðskipti á fjármálamarkaði. Þegar litið sé til kauphallarviðskipta sem eiga sér stað við þörun tilboða í tilboðabók hafi hlutdeild Fossa árið 2022 verið 8,53% í skuldabréfum og 6,77% í hlutabréfum.



Hlutdeild Fossa í tilkynntum viðskiptum í Kauphöll árið 2022 hafi síðan verið 23,3% í skuldabréfum, 15,9% í hlutabréfum á aðalmarkaði og 9% á First North.

63. Á sviði eigin viðskipta Fossa fara fram viðskipti með fjármálagerninga fyrir eigin reikning Fossa samkvæmt samrunaaðilum, auk þess sem sviðið annist viðskiptavakt fyrir hönd Lánamála ríkisins. Ekki liggi fyrir upplýsingar um hlutdeild Fossa í viðskiptavakt fyrir Lánamál ríkisins þar sem þær upplýsingar eru aðeins gefnar út á sex mánaða fresti og stutt sé síðan að umrædd viðskiptavakt hófst. Samrunaaðilar telja að mikil samkeppni sé á markaði fyrir markaðsviðskiptaþjónustu, sem sé starfsleyfisskyld starfsemi lögum samkvæmt, en um átta fyrirtæki starfa við verðbréfamiðlun, þ.e. stóru viðskiptabankarnir þrír, ACRO verðbréf hf., Arctica Finance hf., Fossar, Íslensk verðbréf hf. og Kvika banki hf. Áætla má að hlutdeild Fossa á markaðinum sé um 17,06% í skuldabréfum og 13,11 í hlutabréfum miðað við vegið meðaltal af heildarveltu.
64. Þá segir varðandi markað fyrir fyrirtækjaráðgjöf að Fossar aðstoði viðskiptavini við kaup, sölu og samruna fyrirtækja og einstakra rekstrareininga. Jafnframt sé veitt ýmis þjónusta, sem snúi meðal annars að mati á fyrirhuguðum fjárfestingum, verkefnastjórnun, greiningu og verðmötum, samskiptum við vænta kaupendur eða seljendur, og ráðgjöf til stjórnenda og eigenda fyrirtækja. Hjá fyrirtækjaráðgjöf Fossa starfi nú þrír sérfræðingar. Takmörkuð starfsemi hafi verið á sviði fyrirtækjaráðgjafar árið 2022 en unnið sé að uppbyggingu sviðsins og öflun verkefna. Ekki liggi fyrir upplýsingar til þess að áætla markaðshlutdeild félagsins á umræddum markaði fyrir fyrirtækjaráðgjöf en slá má því föstu að hún sé óveruleg að mati samrunaaðila.
65. Varðandi markað fyrir eignastýringu þá vísa samrunaaðilar aftur til ákvarðana nr. 5/2021 og nr. 5/2019 en upplýsingar í þeim málum gáfu til kynna sterka stöðu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða á vegum stóru bankanna þriggja, ásamt því að fagfjárfestarsjóðir á vegum Arion banka og eignastýring sama banka hafi verulega markaðshlutdeild. Samrunaaðilar greina frá því að á sviði eignastýringar veiti Fossar fjárfestingar- og eignaráðgjöf og vinna annars vegar með eignamiklum einstaklingum og fjölskyldum og fjárfestingafélögum og hins vegar stofnanafjárfestum á borð við lífeyrissjóði, tryggingarfélög, sjóðastýringarfyrirtæki, stofnanir og fyrirtæki.
66. Eignastýringarsvið Fossa bjóði þannig í grunninn upp á tvær leiðir: annars vegar eignastýringu þar sem sérfræðingar Fossa sjá alfarið um að stýra eignasöfnum viðskiptavina í samræmi við fyrirfram ákveðna fjárfestingarstefnu og hins vegar fjárfestingarráðgjöf þar sem viðskiptavinur taki sjálfur fjárfestingarákvarðanir að fenginni ráðgjöf frá sérfræðingum Fossa. Glymur sé eins og áður segir rekstraraðili sérhæfðra sjóða sem leggi áherslu á sérhæfðar fjárfestingar auk sérvalinna fjárfestinga fyrir fag- og stofnanafjárfesta. Samkvæmt samrunaaðilum liggi ekki fyrir upplýsingar til þess að áætla hlutdeild Fossa á heildarmarkaði fyrir eignastýringu, hvað þá á nánar tilgreindum mögulegum undirmörkuðum. Þó megi gera ráð fyrir að hún sé afar takmörkuð í ljósi sterkrar stöðu stóru viðskiptabankanna þriggja og Kviku banka, og sjóðastýringarfélagi á þeirra vegum, á markaðinum. Það sama má segja um markaðshlutdeild Glyms, hvort sem er á heildarmarkaðinum eða á markaði fyrir eignastýringu fyrir fagfjárfesta, en hún sé einnig verulega takmörkuð.
67. Hvað varðar starfsemi SIV eignastýringar þá mun sú eignastýring fara fram eingöngu til þess að ávaxta iðgjaldtekjur VÍS, og enn sem komið er sé ekki rekin eignastýring fyrir fjárfesta. Greina aðilar frá því að fjárfestingareignir VÍS hafi numið 41.854 milljónum króna í lok árs 2022. Eins og áður segir hafi VÍS ákveðið árið 2022 að útvíkka starfsemi sína og bjóða upp á sjóða- og eignastýringu. Þar sem VÍS hafi náð góðum árangri í fjárfestingum undanfarin ár, og fjárfestingar séu önnur af tveimur grunnstoðum í starfsemi félagsins, hafi verið metið sem svo að eignastýring félli vel að starfsemi félagsins. Hafi það verið mat VÍS að til staðar væri tækifæri fyrir félagið til að byggja á þeirri reynslu og þekkingu sem til staðar sé hjá félaginu þegar kemur að fjárfestingum og eignastýringu og útvíkka þjónustuframboð félagsins. Samrunaaðilar hyggist því fela SIV eignastýringu að stýra fjárfestingareignum VÍS en samhliða hyggist SIV eignastýring þannig hefja starfsemi



sjóðastýringar með stofnun sérhæfðra sjóða og sérhæfðra sjóða fyrir almenna fjárfesta. Þar sem SIV eignastýring hafi ekki enn tekið til starfa, samkvæmt samrunaskrá, er hlutdeild þess á markaði fyrir eignastýringu engin að mati samrunaaðila.

68. Samrunaaðilar greina frá því að helstu keppinautar Fossa séu önnur innlend fjármálafyrirtæki, svo sem Kvika banki hf., Íslandsbanki hf., Arion banki hf. og Landsbankinn hf. sem og önnur fjármála- og verðbréfafyrirtæki, samanber Arctica Finance hf., ACRO verðbréf hf., Kvika eignastýring hf., Íslandssjóðir hf., Landsbréf hf. og Stefnir hf. Helstu keppinautar Glyms séu Alfa Framtak ehf., VEX ehf., Ísafold Capital Partners hf., ALM Verðbréf hf., Summa Rekstrarfélag hf., Arctica Finance hf. og Orca Capital Partners ehf. Að mati samrunaaðila sé mikil samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði. Fossar séu ekki hefðbundinn viðskiptabanki en samkeppni sé um viðskiptavinum í öllum þjónustuleiðum Fossa. Sem dæmi nefna samrunaaðilar að viðskiptavinir markaðsviðskipta geti auðveldlega átt viðskipti með verðbréf hjá öðrum bönkum og verðbréfafyrirtækjum og viðskiptavinir eignastýringar geta einnig með auðveldum hætti fært fjármagn í önnur fjármálafyrirtæki til eignastýringar. Því til viðbótar hafi það færst í aukana undanfarin misseri að litlir aðilar komi inn á markaðinn sem ýti enn frekar undir samkeppni.
69. Hvað aðgangshindranir varðar þá liggja fyrir að mati samrunaaðila að fjármálafyrirtæki starfi undir ströngu regluverki en að stærstu leyti sé um að ræða samræmt regluverk á grundvelli EES-samningsins. Þá séu starfsleyfisumsóknir almennt bæði tímafrekar og kostnaðarsamar en ekki sé hægt að hefja fjármálastarfsemi hérlandis án þess að tilskilin starfsleyfi frá FME liggja fyrir. Því til viðbótar séu strangar eiginfjárkröfur gerðar til félaga sem hyggjast starfa á fjármálamarkaði. Jafnframt megji hafa í huga að almennt sé erfitt að ná fótfestu á mörkuðum fyrir fjármálastarfsemi, sér í lagi markaði fyrir eignastýringu, og þurfi starfsemi að vera nokkuð umfangsmikil til þess að um arðbæran rekstur sé að ræða. Stærðarhagkvæmni sé því nauðsynleg í starfsemi sem þessari að mati samrunaaðila, auk þess sem gott orðspor og traust séu lykilforsendur þess að viðskiptavinir veiti fjármálafyrirtæki umboð til stýringar eigna. Ólíkt markaðsviðskiptaþjónustu og fyrirtækjaráðgjöf felist í eignastýringu langtímaviðskipti, en viðskiptavinir geta þó, eins og áður segir, skipt nokkuð greiðlega um stýringaraðila.
70. Að því er varðar innkomu nýrra aðila, þá telji samrunaaðilar að það sé helst á sviði sérhæfðra fjárfestinga og eignastýringar sem samkeppni hafi aukist að undanförunu. Rekstraraðilum sérhæfðra sjóða, sem reki eingöngu sjóði fyrir fagfjárfesta, hafi fjölgað umtalsvert og má í því sambandi nefna félög á borð við VEX ehf., Seiglu eignastýringu ehf., Visku Digital Assets ehf., Orca Capital Partners ehf. og Leitar Capital Partners ehf. Á sviði eignarstýringar hafi samkeppni einnig aukist umtalsvert og megji þar nefna að Akta sjóðir hf. hafi fengið starfsleyfi til eignastýringar árið 2022 og ACRO verðbréf hf. fengið samskonar leyfi árið 2021. Þannig þrátt fyrir að nokkrar aðgangshindranir séu til staðar, einkum vegna strangs regluverks, þá sé fjármálastarfsemi í mikilli þróun og samkeppni hörð að mati samrunaaðila.
71. Samrunaaðilar vísa til þess að VÍS sé þjónustufyrirtæki sem veiti viðskiptavinum váttryggingarvernd. Váttryggingarmarkaðurinn samanstandi þannig í grunninn af fjórum tryggingarfélögum: VÍS, Sjóvá-Almennar tryggingar hf., TM tryggingum hf. og Verði tryggingum hf. Öll selja þessi fyrirtæki bæði skaðatryggingar og, í gegnum dótturfélög sín, líftryggingar. Til viðbótar við þessi fyrirtæki starfi Verna MGA ehf. við ökutækjatryggingar, en fyrirtækið sé umboðsaðili TM trygginga hf., og auk þess selji ýmis erlend fyrirtæki afurðir tengdar líftryggingum.
72. VÍS starfi þannig bæði á markaði fyrir skaðatryggingar og á markaði fyrir líftryggingar, í gegnum Lífis. Samrunaaðilar benda á að það gæti talsverðra alþjóðlegrar samkeppni á markaði fyrir líftryggingar, en bæði hafa erlend félög stofnað útibú hérlandis, svo sem Allianz og Bayern, og váttryggingamiðlarar selji afurðir erlendra líftryggjenda hérlandis. Heildarvelta á líftryggingarmarkaði sé því meiri en sem nemur veltu íslensku váttryggingarfélaganna, en samrunaaðilar búi ekki yfir upplýsingum um hlutdeild erlendra aðila á markaðnum.





73. Samrunaaðilar vísa til ákvarðana Samkeppniseftirlitsins, þar sem lagt hafi verið lagt mat á markaðshlutdeild aðila á váttryggingarmarkaði, að þá hafi almennt verið stuðst við hlutdeild af heildariðgjöldum. Að teknu tilliti til upplýsinga um iðgjöld í ársreikningum íslensku tryggingarfélaganna fyrir árið 2022 þá ætla samrunaaðilar að hlutdeild VÍS á skaðatryggingarmarkaði sé um 28,9%, eins og sjá megi af eftirfarandi töflu:

Tryggingarfélag	Áætluð hlutdeild
VÍS	28,9%
Sjóvá	31,9%
TM	20,9%
Vörður	18,3%

74. Hvað varði líftryggingarmarkað þá sé hér að neðan tafla sem sýni hlutdeild íslensku líftryggingarfélaganna, að teknu tilliti til upplýsinga um iðgjöld í ársreikningum þeirra félaga. Taka samrunaaðilar fram að sú aðferð gefi ekki rétta mynd af stöðu aðila á umræddum markaði, þar sem ekkert tillit sé tekið til þeirra erlendu váttryggingarféлага sem starfa á þeim markaði, sbr. hér að framan. Í öllu falli skuli haft í huga að hlutdeildartölur í eftirfarandi töflu séu hærrí en raunveruleg markaðshlutdeild viðkomandi félaga:

Tryggingarfélag	Áætluð hlutdeild
VÍS	22,6%
Sjóvá	35,7%
TM	13,1%
Vörður	28,6%

75. Að mati samrunaaðila sé samkeppni á váttryggingarmarkaði og keppt bæði í verðum og gæðum trygginga. Viðskiptavinir váttryggingarféлага séu ýmist einstaklingar eða fyrirtæki. Hvað varði einstaklinga þá sé það almennt svo að viðskiptavinur hafi frumkvæði að því að afla tilboða sjálfur með því að óska eftir tilboði frá tryggingarfélagi. Aðrir kjósi að notast við þjónustu váttryggingamiðlara, sem sjái um að afla tilboða frá tryggingarfélagum fyrir fólk. Svipað fyrirkomulag sé varðandi kaup fyrirtækja á tryggingum, en fyrirtæki geri þó í einhverjum tilfellum samninga til lengri tíma og afli tilboða í tryggingar með útboðum.
76. Nokkrar aðgangshindranir eru inn á váttryggingarmarkað að mati samrunaaðila, sem líti helst að nauðsynlegu fjármagni og tiltölulega þungu regluverki og eftirliti. Hins vegar hafi sýnt sig, til dæmis með tilkomu Verna MGA ehf. og mikilli sókn Varðar trygginga hf. undanfarin ár, að innkoma nýrra aðila á markaðinn sé raunhæf og að samkeppni þar sé virk.
77. Það sé mat samrunaaðila að þau samkeppnislegu áhrif sem viðskiptin leiði af sér séu jákvæð og til þess fallin að efla samkeppni á þeim mörkuðum sem samrunaaðilar starfa á. Með samrunanum verði til stærra og öflugra fjármálfyrirtæki, með breiðan viðskiptavinahóp og öflugt vöruframboð, sem sé betur í stakk búið til þess að veita stærri aðilum á fjármálamarkaði harða samkeppni og nýta þau vaxtartækifæri sem kunnir að gefast á markaði. Þá sé það mat samrunaaðila að sameining geti leitt til talsverðra samlegðaráhrifa.
78. Samrunaaðilar benda á að á markaði fyrir eignastýringu, sem sé sá markaður þar sem áhrifa viðskiptanna kunnir einkum að gæta, sé sameiginleg markaðshlutdeild samrunaaðila óveruleg, hvort sem litið sé til heildarmarkaðar fyrir eignastýringu eða til einstakra undirmarkaða. Þrátt fyrir að sameinað félag muni vissulega vera í færi til þess að styrkja stöðu sína á eignastýringarmarkaði, sér í lagi á sviði stýringar fyrir fagfjárfesta, þá muni sameinað félag eftir sem áður etja kappi við afar öfluga keppinauta í bönkunum sem búi yfir miklum fjárhagslegum styrkleika og njóti sterkrar stöðu á markaðinum. Sameinað félag VÍS og Fossa muni því búa við öflugt samkeppnisaðhald eignastýringarfyrirtækja í eigu stóru viðskiptabankanna þriggja og Kviku banka hf., auk þess sem samkeppnislegt aðhald felst í kaupendastyrk stofnanafjárfesta, svo sem lífeyrissjóða.



Pegar af þeim sökum telja samrunaaðilar að þessi viðskipti muni ekki hafa önnur áhrif en jákvæð á þá samkeppni sem til staðar er á hlutaðeigandi mörkuðum.

79. Með vísan til alls framangreinds telja samrunaaðilar að viðskiptin muni ekki með nokkru móti raska samkeppni og því sé ekki tilefni til íhlutunar SE.

#### *Sjónarmið markaðsaðila*

80. Í tengslum við rekstur málsins sendi Samkeppniseftirlitið níu umsagnarbeiðnir til eftirfarandi markaðsaðila; (i) Landsbankinn hf., (ii) Kvika bankinn hf. (iii) TM tryggingar hf., (iv) Arion banki hf., (v) Íslandsbanki, (vi) Sjóvá – Almennar tryggingar hf., (vii) Arctica Finance hf., (viii) Íslensk verðbréf hf., og (ix) Vörður tryggingar hf.
81. Í umsögn Varðar, Íslenskra verðbréfa, TM, Kvikur, Arctica og Arion banka voru ekki gerðar athugasemdir eða sérstök sjónarmið lögð fram. Ekki barst umsögn frá Landsbankanum. Í umsögn Sjóvá kom fram að fyrirtækið hefði við svipuð tækifæri tekið fram að það ættu að vera skýr skil á milli starfsþátta, hvað varðar kostnaðarskiptingu og verðlagningu og almennt ætti samtvinnun viðskipta ekki að vera viðhöfð, sem skekkir gæti samkeppnisstöðu á váttryggingamarkaði. Í umsögn Íslandsbanka kom fram að bankinn taki undir það mat samrunaaðila að samkeppnisleg áhrif samrunans væru líkleg til að verða jákvæð. Samruninn væri því að mati bankans til þess fallinn að auka samkeppni enda væri ljóst að sameinað fyrirtæki hefði alla burði til að sækja af auknum krafti inn á einstaka markaði málsins, ekki síst markaði fyrir eignastýringu, markaðsviðskipti, fyrirtækjaráðgjöf og á útlánamarkaði.

#### **IV. Niðurstaða**

82. Í máli þessu er samruni VÍS og Fossa tekinn til skoðunar í samræmi við ákvæði samkeppnislaga. Miðar athugunin að því að meta hvort samruninn hindri virka samkeppni með því að markaðsráðandi staða verði til eða slík staða styrkist á hinum skilgreindu mörkuðum málsins eða verði til þess að samkeppni á markaði raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti, sbr. 1. mgr. 17. gr. c samkeppnislaga.
83. Samkeppniseftirlitið gerir ekki athugasemdir við skilgreiningar samrunaaðila á mörkuðum málsins þótt ekki sé þörf á að taka endanlega afstöðu til markaðsskilgreininga í málinu. Að mati Samkeppniseftirlitsins er sennilegt að áhrifa samrunans gæti fyrst og fremst á markaði fyrir eignastýringu. Á öðrum mörkuðum málsins virðast ekki verða neikvæð lárétt samkeppnisleg áhrif vegna samrunans, eins og mál þetta liggur fyrir. Þá benda fyrirbyggjandi upplýsingar og gögn málsins ekki heldur til þess að samruninn hafi möguleg neikvæð lóðrétt áhrif eða samsteypuáhrif á samkeppni.
84. Ljóst er að sameinað félag getur orðið öflugur aðili á markaði fyrir eignarstýringu. Sömuleiðis liggur fyrir að á þeim markaði eru aðrir keppinautar, eins og bent er á í samrunaskrá. Í þessu sambandi má benda á að í ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 5/2019 *Samruni Kvikur banka hf. og Gamma Capital Management hf.* var niðurstaða eftirlitsins sú að samstæður viðskiptabankanna fjögurra á markaði fyrir eignarstýringu í heild sinni héldu á samanlagt 80-90% af markaðnum. Engar vísbendingar eru um að sú staða hafa breyst í stórum dráttum. Þá má ætla að viðskiptavinir í eignastýringu, þá sérstaklega stofnanafjárfestar, veiti samkeppnislegt aðhald sem kaupendur viðkomandi þjónustu. Sömuleiðis bárust engar neikvæðar umsagnir við samrunann frá markaðsaðilum, líkt og áður sagði.
85. Að undangenginni athugun á fyrsta fasa og með vísan til fyrirbyggjandi upplýsinga er það niðurstaða Samkeppniseftirlitsins að ekki sé nauðsynlegt að rannsaka viðskiptin frekar og þá séu auk þess ekki forsendur til íhlutunar vegna samrunans. Hafa enda ekki hafa komið fram upplýsingar eða gögn sem benda til þess að samruninn 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. Lýkur því rannsókn samrunans á fyrsta fasa.

#### **V. Ákvörðunarorð:**

**„Kaup Vátryggingarfélags Íslands hf. á öllu hlutafé í Fossum fjárfestingarbanka hf. felur í sér samruna í skilningi samkeppnislaga. Samkeppniseftirlitið telur ekki forsendur til þess að aðhafast vegna samrunans.“**

Samkeppniseftirlitið

Páll Gunnar Pálsson