



## **BA í lögfræði**

SamkeppnISRéttarleg álitamál tengd  
sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða

**Júní, 2019**

**Nafn nemanda:** Emilía Madeleine Heenen

**Kennitala:** 280896-2179

**Leiðbeinandi/-endur:** Heimir Örn Herbertsson

## **Samkeppnisréttarleg álitamál tengd sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða**

### Útdráttur

Ritgerð þessi er á sviði samkeppnisréttar og fjallar um sameiginlegt eignarhald og samkeppnisréttarleg álitamál tengd því. Í því sambandi er sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða sérstaklega skoðað. Fjárfestingar lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi hafa aukist síðustu ár og má það meðal annars rekja til efnahagshrunsins árið 2008. Fyrir hrunið voru lífeyrissjóðir frekar litlir hluthafar í sínum fjárfestingum en í dag eru þeir meðal stærstu hluthafa skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Vegna smæðar íslenska markaðarins er það algengt að lífeyrissjóðir eigi eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði. Eignarhald af þessum toga hefur verið nefnt sameiginlegt eignarhald. Slíkt eignarhald getur leitt til röskunar á samkeppni og hefur því verið mikið til skoðunar hér á landi og erlendis í samkeppnislegu tilliti.

Markmið þessarar ritgerðar er að skoða þau samkeppnisréttarlegu álitamál sem leitt geta af sameiginlegu eignarhaldi og varpa ljósi á þá umfjöllun sem átt hefur sér stað hér á landi sem og erlendis um sameiginlegt eignarhald. Sérstök áhersla er lögð á að skoða þau álitamál sem leiða af sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða. Viðeigandi ákvarðanir Samkeppniseftirlitsins verða reifaðar og greint verður frá því hvernig eftirlitið hefur metið þau samkeppnislegu vandkvæði sem sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða getur leitt af sér. Samkeppniseftirlitið hefur beitt íhlutun á grundvelli 17. gr. smkl. í öllum sínum ákvörðunum vegna sameiginlegs eignarhalds. Í þessari ritgerð verða aðrar íhlutunarheimildir Samkeppniseftirlitsins skoðaðar, þ.a.m. 10. gr. smkl. og c-liður 16. gr. smkl.

Niðurstaða ritgerðarinnar er sú að mikilvægt sé að samkeppniseftirlitið haldi áfram að fylgjast með sívaxandi sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða. Einnig eru færð rök fyrir því að Samkeppniseftirlitið geti einnig beitt íhlutun vegna sameiginlegs eignarhalds lífeyrissjóða á grundvelli 10. gr. og c-lið 16. gr. smkl., sbr. ákvarðanir eftirlitsins í málum nr. 8/2019 og 9/2019.

## **Common ownership by pension funds, issues regarding antitrust law**

### **Abstract**

This thesis is in the area of competition law. It discusses common ownership of pension funds in Iceland and issues regarding antitrust law. Icelandic pension funds have been steadily expanding in recent years and that growth partially be traced to the economic crisis in 2008. Currently, pension funds are among the largest shareholders of all listed companies in the Icelandic stock market, but previously pension funds used to be only small shareholders in their investments. Due to the small size of the markets in Iceland, it has increased in frequency that the Icelandic pension funds have a shareholding in more than one company in the same market (i.e. shareholding in companies in competitive business) Ownership of this kind is called Common ownership, and has been researched substantially in Iceland, as well as in other countries. Recent research purports to show that common ownership by institutional investors can harms competition and can reduce firms incentives to compete.

The aim of this thesis is to review the anti competitive affects that can accure from common ownership by pension funds. Also to shed light on the discussion that has taken place on common ownership of pension funds in Iceland and in other countires. Furthermore, some of the decisions of the antitrust authorities in Iceland will be covered, and an attempt will be made to conclude how the authority has assessed the harm common ownership can have on competition. Icelandic competition authority has applied section 17 of the Icelandic antitrust law in all cases regarding common ownership, this article regards mergers but in this thesis we will also discuss other sections of the Icelandic antitrust law, for example section 10 and subsection C of the 1st subparagraph of section 16. In conclusion it is important that the antitrust authorities continue to monitor the development of common ownership of pension funds in Iceland. Also it is possible that the competition authorities can also apply section 10 and section 16 in cases regarding common ownership, cf. case number 8/2019 and number 9/2019. In addition the authorities stated that they are going to continue to monitor the development of common ownership of pension funds in Iceland.

# Efnisyfirlit

Lagaskrá .....	IV
Dómaskrá.....	IV
<b>1. Inngangur .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Lífeyrisskerfið á Íslandi.....</b>	<b>4</b>
2.1. Hlutverk lífeyrissjóða, regluverk og eftirlit.....	4
2.2. Stærð lífeyrissjóða og þróun frá efnahagshruninu 2008.....	5
<b>3. Samkeppnisaðstæður á íslenskum mörkuðum.....</b>	<b>9</b>
<b>4. Lífeyrissjóðir sem hluthafar.....</b>	<b>13</b>
<b>5. Sameiginlegt eignarhald .....</b>	<b>17</b>
5.1. Almenn.....	17
5.2. Skrif SE og annarra aðila á Íslandi.....	18
5.3. Erlendar rannsóknir .....	19
5.3.1. Rannsóknir byggðar á hvata stofnanafjórðing.....	20
5.3.2. Rannsóknir á hvort stofnanafjórðing geti hafi áhrif á hegðun fyrirtækja.....	21
5.3.3. Sameiginlegt eignarhald raskar ekki samkeppni?.....	23
5.4. Niðurstaða.....	24
<b>6. Valdheimildir SE til íhlutunar.....</b>	<b>25</b>
6.1. Framkvæmd SE .....	27
6.1.1. Íhlutun SE á grundvelli 10. gr. og 16. gr. smkl.....	27
6.1.2. Íhlutun SE á grundvelli 17. gr. smkl.....	29
6.2. Niðurstöður.....	38
<b>7. Lokaorð og umræður.....</b>	<b>39</b>
Heimildaskrá .....	41

## **Lagaskrá**

### ***Íslensk lög***

Lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998

Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997

Samkeppnislög nr. 44/2005

### ***Lögskýringargögn***

Alþt. 2007-2008, A-deild, þskj. 135

Alþt. 2010-2011, A-deild, þskj. 144-131 mál

### ***Brottfallin lög***

Lög um stofnun lífeyrissjóðs fyrir embættismenn nr. 72/1919

## **Dómaskrá**

### ***Ákvörðanir og úrskurðir íslenskra samkeppnisyfírvalda***

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 21/2004, 28. október 2004

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 23/2088, 16. apríl 2008

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2011, 14. janúar 2011

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins 2/2014, 10. febrúar 2014

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 7/2014, 31. mars 2014

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 21/2014, 9. júlí 2014

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 22/2015, 2. september 2015

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 26/2016, 16. september 2016

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 42/2017, 8. desember 2017

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019

Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 9/2019, 2. apríl 2019

***Dómur Hæstaréttar Íslands***

Dómur Hæstaréttar í máli nr. 37/203

***Dómur Evrópudómstólsins***

Mál nr. M.7932, *Dow/DuPont g. Commission* [2017] ECR 139/2004

# 1. Inngangur

Samkeppnisréttur samanstendur af mismunandi reglum sem er ætlað að gæta þess að fyrirtæki stundi virka samkeppni sín á milli og hafi velferð neytenda að leiðarljósi. Á síðustu árum hafa samkeppnislög þróast hratt og breiðst út um allan heim og gilda samkeppnislög nú um ýmsa starfsemi sem áður taldist til náttúrulegrar einokunarstarfsemi.<sup>1</sup> Ísland gerðist aðili að evrópska efnahagssvæðinu með EES-samningnum árið 1993 sem er lögfestur með lögum um Evrópska efnahagssvæðið nr. 2/1993. Í kjölfar þess tóku gildi hér á landi samkeppnislög sem í dag eru lög nr. 44/2005 (hér eftir smkl.).<sup>2</sup> Tilgangur og markmið smkl. er að vernda og efla virka samkeppni í því skyni að hámarka velferð neytenda og þar með vinna að hagkvæmri nýtingu framleiðsluþátta. Kveðið er á um þetta markmið í 1. gr. smkl. en þar kemur einnig fram að þessu markmiði skuli náð fram með því að vinna gegn óhæfilegum hindrunum og takmörkunum á frelsi í atvinnurekstri, vinna gegn skaðlegri fákeppni og samkeppnishömlum og auðvelda aðgang nýrra samkeppnisaðila að markaðnum. Í skýrslu samkeppniseftirlitsins sem gefin var út árið 2008 er samkeppnislögum lýst með eftirfarandi hætti:

Samkeppnislög sem ríki um víða veröld hafa sett sér hafa almennt þann tilgang að vernda samkeppnina með því að leggja bann við samkeppnishamlandi aðgerðum sem skaða hagsmuni bæði neytenda og viðskiptalífsins. Jafnframt eiga samkeppnislög að tryggja að öll fyrirtæki hafi möguleika til að taka þátt í heilbrigðri samkeppni og þurfi ekki að þola óeðlilega eða skaðlega viðskiptahætti af hálfu annarra fyrirtækja. Samkeppnislög eiga þannig að stuðla að því að nýir aðilar geti hafið atvinnurekstur og smærri fyrirtæki stækkað og eru því liður í að efla eða viðhalda öflugum atvinnulífi.<sup>3</sup>

Sívaxandi og víðtækt eignarhald lífeyrissjóða í atvinnufyrirtækjum hér á landi hefur verið mikið til umræðu undanfarin ár.<sup>4</sup> Eignarhaldið má meðal annars rekja til falls íslensku bankanna árið 2008, gjaldeyrishafta sem voru sett í framhaldinu og breytts viðskiptaumhverfis sökum þeim.<sup>5</sup> Áður fyrr voru lífeyrissjóðir litlir hluthafar í einstaka fjárfestingum en í dag eru þeir meðal stærstu hluthafa skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands enda er fjárfestingargeta og fjárfestingarþörf þeirra er mikil.<sup>6</sup> Vegna smæðar íslenska markaðarins hefur það færst í aukana

---

<sup>1</sup> Richard Whish og David Bailey, *Competition Law* (8. útg., Oxford University Press 2015) 1.

<sup>2</sup> Samkeppnislög nr. 44/2005.

<sup>3</sup> Samkeppniseftirlitið, „Öflug uppbygging – opnun markaða og efling atvinnustarfsemi“ (nóvember 2008) 2/2008 <<https://www.samkeppni.is/urlausnir/skyrslur/nr/538>> skoðað 19. febrúar 2019.

<sup>4</sup> Landslög, „Álitsgerð um samkeppnisleg áhrif af víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í atvinnulífinu“ (Forsætisráðuneytið október 2017) 3 <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=fa1bd348-fd22-11e7-9423-005056bc4d74>> skoðað 21. febrúar 2019.

<sup>5</sup> „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni Minnisblað til undirbúnings umræðufundi miðvikudaginn 25. maí 2016“ (Samkeppniseftirlitið 2016).

<sup>6</sup> Landslög (n. 4) 3.

að lífeyrissjóðir eigi eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði. Eignarhald af þessum toga hefur verið skilgreint sem sameiginlegt eignarhald (e. *Common ownership*). Slíkt eignarhald hefur verið mikið til skoðunar hér á landi og erlendis undanfarin ár þar sem talið er að það geti leitt til röskunar á samkeppni.<sup>7</sup> Eitt af hlutverkum Samkeppniseftirlitsins (hér eftir SE) er að fylgjast vandlega með þróun á samkeppnisháttum í íslensku viðskiptalífi. SE hefur í fjölmörgum úrlausnum sínum vísað til stærðar lífeyrissjóða, þá einna helst þegar þeir eiga hlut í fyrirtækjum sem starfa á sama samkeppnismarkaði.<sup>8</sup>

Í samkeppnisrétti er meginreglan sú að keppinautar á markaði eiga að vera sjálfstæðir og taka sjálfstæðar ákvarðanir þegar það kemur að því að ákveða viðskiptastefnu sína, sbr. ákvörðun SE í máli nr. 7/2014 *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóтели ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf.* Í ákvörðuninni segir svo:

Loks er mikilvægt fyrir hagkvæma nýtingu framleiðsluþátta hagkerfisins að markaðir og fyrirtæki starfi sjálfstætt, taki sjálfstæðar ákvarðanir og gangi óbundin til samninga hvort sem það er við tengda aðila eða aðra. Mikilvægt er að draga lærdóm af fortíðinni og stuðla að því að eðlileg viðskiptasjónarmið en ekki eigna- eða stjórnunartengsl ráði niðurstöðu viðskiptasamninga.<sup>9</sup>

Ef fyrirtæki hafa með sér einhvers konar samráð sín á milli í því skyni að hafa áhrif á samkeppni fer það eðli málsins samkvæmt gegn framangreindri meginreglu. Slíkt samráð myndi einnig teljast brot á 10. gr. smkl. en ákvæðið er reist á þeirri forsendu að fyrirtæki á markaði starfi sjálfstætt og bannar hvers konar samráð sem getur haft samkeppnishamlandi áhrif.<sup>10</sup> Gerningur sem leiðir til eignarhalds fjárfestis í fleiri en einum keppinauti hefur verið talinn geta haft samkeppnishamlandi áhrif. SE hefur jafnvel talið að gerningar af þeim toga séu ólögmatir og fari gegn fyrrgreindri meginreglu og þar af leiðandi gegn 10. gr. smkl.<sup>11</sup> SE hefur hins vegar einungis beitt íhlutun gegn eignarhaldi lífeyrissjóða í fleiri en einum keppinaut á sama markaði á grundvelli samrunareglna smkl. vegna samruna fyrirtækja., sbr. 17. gr. smkl.

<sup>7</sup> „Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition“ 2  
<[https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf)>.

<sup>8</sup> Landslög (n. 4) 3.

<sup>9</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 7/2014, 31. mars 2014 26.

<sup>10</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (Stjórnaráð Íslands janúar 2018) 50  
<<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=cee149c2-0019-11e8-9423-005056bc4d74>>.

<sup>11</sup> Landslög (n. 4) 5.



Engar rannsóknir hafa verið gerðar hér á landi um möguleg áhrif sameiginlegs eignarhalds á samkeppni á Íslandi en þetta álitaefni hefur verið mikið rannsakað erlendis. Í grein eftir hagfræðinginn José Azar og fleiri sem ber nafnið „*Anti- competitive Effects of Common ownership*“ var flugmarkaðurinn í Bandaríkjunum rannsakaður.<sup>12</sup> Voru þar borðnar saman mismunandi flugleiðir fyrirtækja sem voru í eigu fárra, annars vegar, við flugleiðir fyrirtækja sem voru í eigu margra, hins vegar. Niðurstaðan var sú að aukin eignatengsl milli keppinauta á flugmarkaði leiddu til herra verðs til viðskiptavina en miðaverð hjá þeim fyrirtækjum var 3% - 7% hærri en hjá þeim fyrirtækjum sem voru með algjörlega aðskylda eigendur.<sup>13</sup> Margt bendir til þess að þær rannsóknir sem gerðar hafa verið erlendis hafi einnig þýðingu hér á landi. Telja má að eignarhald af þessum toga geti haft enn verri áhrif á markaði hér á landi þar sem samþjöppun er mikil á flestum mörkuðum.<sup>14</sup>

Markmið þessarar ritgerðar er að varpa ljósi á þá umfjöllun sem hefur átt sér stað á sameiginlegu eignarhaldi, bæði almennt séð og í tengslum við eignarhald lífeyrissjóða á fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði. Verða þær fræðigreinar sem skrifaðar hafa verið hér á landi og erlendis bornar saman og einnig verða ákveðnar erlendar rannsóknir teknar til skoðunar. Ritgerðinni verður skipt í fimm hluta. Í fyrsta hluta verður fjallað um lífeyrisskerfið á Íslandi og þróun þess á seinustu árum. Í öðrum hluta verða samkeppnishamlandi aðstæður á íslenskum mörkuðum skoðaðar. Í þriðja hluta verður skoðuð sú sérstaka staða sem lífeyrissjóðir hafa sem hluthafar innan þeirra fyrirtækja sem þeir fjárfesta í. Í fjórða hluta verður fjallað um hugtakið sameiginlegt eignarhald og sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða á íslenskum markaði kannað sérstaklega og einnig sú þróun sem hefur orðið erlendis. Í fimmta lagi verða valdheimildir SE til íhlutunar athugaðar og hvernig þeim hefur verið beitt af hálfu eftirlitsins. Að lokum verða lokaorð og umræður ritgerðarinnar kynntar.

---

<sup>12</sup> José Azar, Martin C Schmalz og Isabel Tecu, „Anticompetitive Effects of Common Ownership“ [2018] *Journal of Finance* <<https://papers.ssrn.com/abstract=2427345>> skoðað 16. febrúar 2019.

<sup>13</sup> sama heimild 5.

<sup>14</sup> „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni Minnisblað til undirbúnings umræðufundi miðvikudaginn 25. maí 2016“ (n. 5) 2.

## 2. Lífeyrisskerfið á Íslandi

### 2.1. Hlutverk lífeyrissjóða, regluverk og eftirlit

Hlutverk lífeyrissjóða er að taka við iðgjöldum frá sjóðsfélögum og ávaxta þeim til þess að sjóðurinn geti staðið undir greiðslum framtíðarskuldbindinga. Þeir eiga því að vera áhættufælnir og gæta þess að ávaxta fjármuni sína á sem ábyrgastan hátt.<sup>15</sup> Lífeyrissjóðskerfið á Íslandi á sér langa sögu en fyrsti eiginlegi lífeyrissjóðurinn varð til með lögum nr. 72/1919 um stofnun lífeyrissjóðs fyrir embættismenn.<sup>16</sup> Grundvöllurinn af því lífeyrisskerfi sem þekkist í dag var sett árið 1969 þegar undirritaðir voru kjarasamningar á almennum vinnumarkaði. Voru þá settir á stofn lífeyrissjóði sem byggðu á skylduaðild og fullri sjóðsöfnun en á þeim tíma var verkafólk og aðrir hópar fólks utan lífeyrissjóða.<sup>17</sup> Þá átti stór hluti almennings lítinn sem engan lífeyrisrétt.<sup>18</sup> Árið 1974 voru sett lög á grundvelli þessara samninga, sem skylduðu alla launamenn og atvinnurekendur þeirra til að greiða a.m.k. 10% af launum í lífeyrissjóð. Í dag starfa lífeyrissjóðir samkvæmt lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 (hér eftir lífeyrissjóðslög) en þau eru fyrstu heildarlögin um starfsemi lífeyrissjóða.<sup>19</sup> Í 2. mgr. 1. gr. laganna er hugtakið lífeyrissjóður skilgreint sem félag eða stofnun sem veitir viðtöku iðgjaldi til greiðslu lífeyris vegna elli til æviloka, örorku eða andláts samkvæmt nánari ákvæðum lífeyrissjóðslaga. Íslenska lífeyrisskerfið byggist á skyldusparnaði sem er lögfest í 3. mgr. 1. gr. lífeyrissjóðslaganna. Þar segir að öllum launamönnum sé skylt að tryggja sér lífeyrisréttindi með aðild að lífeyrissjóði frá og með 16 ára til 70 ára aldurs.<sup>20</sup>

Í grundvallaratriðum felst starfsemi lífeyrissjóðanna að því að safna fjármunum, ávaxta þá og greiða út lífeyri til sjóðsfélaga sinna, sbr. 1. mgr. 20. gr. lífeyrissjóðslaganna. Kerfið hér á landi byggist einkanlega á þremur stoðum. Í fyrsta lagi almannatryggingakerfið en réttindi úr því kerfi tengist búsetu á Íslandi, lífeyri almannatrygginga er greiddur úr ríkissjóði og eru greiðslur háðar öðrum tekjum lífeyrisþegans. Í öðru lagi skyldutryggingu lífeyrissjóða sem er samtryggingakerfi þar sem sjóðfélagar sameinast um að tryggja hver öðrum ellilífeyri til

---

<sup>15</sup> Ásta Óladóttir o.fl., „Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði“ (2017) 13 (1) Stjórnsmál og Stjórnsýsla 27, 37.

<sup>16</sup> „Tilgangur, hlutverk og saga“ (*Lífeyrismál.is*) <<https://www.lifeyrismal.is/is/um-lifeyrissjodakerfid/tilgangur-hlutverk-og-saga>> skoðað 11. mars 2019.

<sup>17</sup> Már Guðmundsson, *Íslenska lífeyrisskerfið* (Landssamtök lífeyrissjóða, maí 2000) 5.

<sup>18</sup> Ólafur Ísleifsson, „Skipan lífeyrismála á almennum vinnumarkaði“ (2007) 3 (2) Stjórnsmál og Stjórnsýsla 141, 141.

<sup>19</sup> Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997.

<sup>20</sup> „Tilgangur, hlutverk og saga“ (n. 16).

æviloka. Almannatryggingar og lífeyrissjóðir eru með skylduaðild og tryggir það að allir sem búa og starfa á Íslandi fái eftirlaun til æviloka. Í þriðja lagi er svo viðbótalífeyrissparnaður en allir einstaklingar hafa val um slíkan sparnað til þess að auka við sinn lífeyri.<sup>21</sup> Víða í Evrópu tíðkast að reisa lífeyristryggingu starfsfólks á almennum vinnumarkaði á svokölluðu gegnumstreymiskerfi. Það kerfi byggir á því að lífeyrisgreiðslur eru fjármagnaðar með álögum eða sköttum þeirra sem eru á vinnumarkaði á hverjum tíma. Hér á landi var valin sú leið að notast við sjóðsöfnun en með því sparar hver kynslóð fyrir sig og safnar í sjóð til að standa undir eftirlaunum þeirra.<sup>22</sup>

Mikið eftirlit er með lífeyrissjóðum og gegnir Fjármálaeftirlitið því hlutverki aðallega, sbr. 1. mgr. 2. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.<sup>23</sup> Fjármálaeftirlitið skal fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög og reglur og að hún sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. 8. gr. laganna. SE hefur eftirlit með þróun á samkeppnisháttum í íslensku viðskiptalífi og kanna stjórnunar- og eignatengsl milli fyrirtækja. Þetta eftirlit SE nær til allra fyrirtækja á íslenskum markaði þar á meðal til lífeyrissjóða og hefur SE beint því til þeirra að gæta samkeppnissjónarmiða í starfsemi sinni.<sup>24</sup>

## 2.2. Stærð lífeyrissjóða og þróun frá efnahagshruninu 2008

Þrjár stærstu lífeyrissjóðir landsins eru Lífeyrissjóður verzlunarmanna, Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og Gildi lífeyrissjóður.<sup>25</sup> Fjárfestingageta lífeyrissjóða er mikil og er fjárfesting á hlutabréfum eðlilegur liður í eignastýringu þeirra. Ráðstöfunarfé sjóðanna ræðst af lífeyri, iðgjöldum, afborgunum, arði, tekjum af sjóði og seldum verðbréfum. Ráðstöfunarfé lífeyrissjóða er því gríðarlega mikið en árið 2016 var það um 800 milljarða króna. Af þeirri fjárhæð greiddu þeir 122 milljarða í lífeyrisgreiðslur en 675 milljörðum var ráðstafað í fjárfestingar.<sup>26</sup> Umfangsmikið eignarhald lífeyrissjóða á atvinnufyrirtækjum hér á landi er því eðlilegt í ljósi framangreinds. Eignir lífeyrissjóða á skráðum hlutabréfum í Kauphöll Íslands

<sup>21</sup> „Hvernig er kerfið hugsað?“ (*Lífeyrismál*) <<https://www.lifeyrismal.is/is/um-lifeyrissjodakerfid/almannatryggingar-tryggingastofnun-rikisins>> skoðað 8. maí 2019.

<sup>22</sup> Ólafur Ísleifsson (n. 18) 141–143.

<sup>23</sup> Lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998.

<sup>24</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (Samkeppniseftirlitið 2016) <<https://www.samkeppni.is/media/raedur-2015/Samtal-um-samkeppni---eignarhald-a-atvinnufyrirtaekjum-230516.pdf>> skoðað 11. mars 2019.

<sup>25</sup> Ásta Óladóttir o.fl. (n. 15) 43.

<sup>26</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (n. 10) 16.

jukust úr 17% árið 2010 í 50% árið 2015. Lífeyrissjóðir eiga hlut í nánast öllum hlutafélögum í Kauphöll Íslands. Sem dæmi eiga þeir yfir 45% í skráðum fasteignafélögum, 43% í tryggingafélögum og 50% í fjarskiptafyrirtækjum.<sup>27</sup> Samkvæmt skýrslu sem sett var saman af starfshópi um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífsins (hér eftir skýrsla starfshóps) hafa þeir yfir að ráða meiri fjármagni en sem nemur markaðsvirði allra skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Sjóðirnir eiga stóran hlut skráðra verðbréfa á Íslandi en í árslok 2016 áttu þeir eignir að verðmæti 3.514 milljarða króna og var markaðsvirði skráðra innlendra verðbréfa 3.437 milljarðar króna. Af því leiðir að eignir lífeyrissjóða gætu dugað til að kaupa öll skráð skuldabréf, víxla og hlutabréf á Íslandi.<sup>28</sup>

Umfangsmikið eignarhald lífeyrissjóða er bæði með beinum og óbeinum fjárfestingum. Sem dæmi um óbeint eignarhald má nefna eignarhald í Framtakssjóði Íslands (hér eftir FSÍ) en sjóðurinn var stofnaður árið 2009 af sextán lífeyrissjóðum innan Landssambands lífeyrissjóða. Tilgangur sjóðsins er að taka þátt í og móta fjárhagslega og rekstrarlega endurreisn íslensks atvinnulífs í kjölfar efnahagshrunsins og hefur FSÍ um árabil verið einn stærsti eigandi skráðra félaga í Kauphöll Íslands.<sup>29</sup> Ennfremur eru sjóðirnir óbeinir eigendur í gegnum sjóði sem eru í stýringu rekstrarfélaga í eigu fjármálafyrirtækja. Hér má nefna sem dæmi FAST-1 en stærstu hluthafar fyrirtækisins, þar sem hver fer með 19,99% hlut, eru þrír stærstu lífeyrissjóðir landsins. Fyrirtækið er einnig í stýringu hjá Íslandssjóðum hf. sem er eignastýringafélag í eigu Íslandsbanka hf., sbr. ákvörðun SE í máli nr. 21/2014 *Kaup Fast-1 slhf. á HTO ehf.* Í því máli var komist að þeirri niðurstöðu að þrátt fyrir að FAST-1 væri ekki markaðsráðandi á markaði fyrir fasteignafélög yrði að líta til þess að stærstu hluthafar félagsins væru þrír stærstu lífeyrissjóðir landsins. Þeir væru einnig með eignarhald í öðrum fyrirtækjum sem hluthafar eða skuldabréfaeigendur á sama markaði, sbr. eignarhald Lífeyrissjóðs verzlunarmanna og Gildis lífeyrissjóðs í Reginn hf. Málinu lauk með sátt samrunaaðila við SE þar sem fallist var á að samrunanum yrðu sett skilyrði m.a. til að tryggja sjálfstæði FAST-1 sem keppinautar á markaði og til að tryggja samkeppnislegt sjálfstæði Íslandssjóða hf. gagnvart Íslandsbanka hf.<sup>30</sup>

Mikil breyting hefur átt sér stað á íslenskum hlutabréfamarkaði á síðustu árum en árið 2008 féllu íslensku bankarnir og í kjölfarið gengi íslensku krónunnar. Leiddi það til gjörbreytts

---

<sup>27</sup> sama heimild 21.

<sup>28</sup> sama heimild 18.

<sup>29</sup> „Framtakssjóður Íslands, um sjóðinn“ (*Framtakssjóður Íslands*) <<https://framtakssjodur.is/um-framtakssjod-islands/um-sjodinn/>> skoðað 2. apríl 2019.

<sup>30</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 21/2014, 9. júlí 2014 1–7.

umhverfis á fjárfestingum hér á landi. Mörg fyrirtæki komust beint eða óbeint undir yfirráð hinna endurreistu viðskiptabanka með tilheyrandi vandamálum á heilbrigða samkeppni.<sup>31</sup> Vandamálin eru rakin í skýrslu SE nr. 2/2011 „*Samkeppni eftir hrun*“, en þar kemur fram að bankarnir hafi ráðið yfir 46% eignarhluta í 120 fyrirtækjum sem eftirlitið gerði rannsókn á. Fjárhagsstaða helmings þeirra fyrirtækja var mjög slæm og að vandinn í atvinnulífinu fælist í skorti á trausti og gagnsæi.<sup>32</sup> Taldi SE í því sambandi að hætta væri fyrir hendi að samkeppni myndi minnka verulega með tímanum þar sem að nýja aðila skorti fjármagn til þess að komast inn á markaðinn og vegna sterkrar stöðu þeirra fyrirtækja á fákeppnismörkuðum sem gætu mögulega nýtt sér það til að hækka verð. Í því sambandi setti SE eignarhaldinu ítarleg skilyrði sem draga áttu úr framangreindum samkeppnishömlum.<sup>33</sup>

Í kjölfar efnahagshrunsins voru sett gjaldeyrishöft sem tóku gildi í nóvember 2008.<sup>34</sup> Sökum haftanna hafa fjárfestingar lífeyrissjóða erlendis verið takmarkaðar en árið 2016 var sjóðunum þó veitt undanþága og veitt var heimild til að fjárfesta erlendis fyrir allt að 85 milljarða króna. Löggjafinn hefur takmarkað heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga en þær lúta aðalega að því að draga úr áhættu sjóðanna. Í VII. kafla lífeyrissjóðslaganna er kveðið á um fjárfestingarheimildir þeirra. Samkvæmt 7. mgr. 36. gr. c. lífeyrissjóðslaganna mega sjóðirnir einungis eiga að hámarki í 20% hlutfjár í hverju fyrirtæki. Fjárfestingarheimild lífeyrissjóða er því frekar takmörkuð og ljóst er að það hefur áhrif á dreifingu fjárfestinga þeirra. Þar sem íslenskur markaður er lítill í alþjóðlegum samanburði og fákeppni algeng á helstu mörkuðum landsins er afleiðingin sú að sjóðirnir fjárfesta gjarnan í fleiri en einum keppinauti á sama markaði.<sup>35</sup> Gjaldyrishöftin voru afnumin í byrjun árs 2017 og geta lífeyrissjóðir nú fjárfest erlendis án takmarkana. Má búast við því að sjóðirnir færi fjárfestingar sínar erlendis í ríkari mæli á næstu árum.<sup>36</sup> Í skýrslu áðurnefnds starfshóps var meðal annars komist að þeirri niðurstöðu að erlendar eignir væru mikilvægar fyrir áhættudreifingu í eignasöfnum lífeyrissjóða og sérstaklega fyrir lítil hagkerfi eins og Ísland. Þar sem atvinnulífið er einhæft og lítið um framboð á innlendum markaði væri það óumflýjanlegt að erlendar fjárfestingar þyrftu að aukast.<sup>37</sup> Mikilvægt er að sjóðirnir aðlagi starfsemi sína að þessu nýja hlutverki sem

---

<sup>31</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (n. 24).

<sup>32</sup> Samkeppniseftirlitið, „Samkeppni eftir hrun“ (júni) 2/2011 8 <[https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2011/Samkeppnin\\_eftir\\_hrun.pdf](https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2011/Samkeppnin_eftir_hrun.pdf)>.

<sup>33</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (n. 24).

<sup>34</sup> Ásta Óladóttir o.fl. (n. 15) 36.

<sup>35</sup> sama heimild 43.

<sup>36</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (n. 10) 16.

<sup>37</sup> sama heimild 28.

þeir leika í íslensku atvinnulífi í dag. Þeir eru ekki lengur litlir hluthafar eins og áður fyrr heldur hafa þeir á síðustu árum þróast í að vera orðnir stórir hluthafar í mikilvægum fyrirtækjum en sú staða kallar á þörf fyrir skýra eigendastefnu og ekki síst þegar þeir eiga hlut í fyrirtækjum á sama markaði.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Samkeppni og hlutverk lífeyrissjóða“ 3 <[https://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda\\_03\\_2013\\_PGP\\_Samkeppnin\\_og\\_hlutverk\\_lifeyrissjoda.pdf](https://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda_03_2013_PGP_Samkeppnin_og_hlutverk_lifeyrissjoda.pdf)>.

### 3. Samkeppnisaðstæður á íslenskum mörkuðum

Við mat á samkeppnisaðstæðum sem ríkja á einstökum mörkuðum verður ávallt að byrja á að skilgreina þann markað sem til skoðunar er á hverjum tíma. Í 5. tl. 1. mgr. 4. gr. smkl. er markaður skilgreindur sem sölusvæði vöru og staðgönguvöru og/eða sölusvæði þjónustu og staðgönguþjónustu. Staðgönguvara og staðgönguþjónusta er vara eða þjónusta sem að fullu eða verulegu leyti getur komið í stað annarrar. Við skilgreiningu markaða þarf að greina það sölusvæði sem viðkomandi fyrirtæki keppa á en þá er átt við svokallaðan landfræðilegan markað. Það er svæðið þar sem viðkomandi fyrirtæki býður vörur sínar og þjónustu.<sup>39</sup> Ísland er fámennnt land ef miðað er við önnur lönd í kringum okkur t.d. Noreg, Danmörk og Bretland. Landið er afskekkt eyja í norðri sem þýðir að landfræðilegir markaðir hér á landi eru gjarnan minni heldur en í nágrennalöndum. Það helgast m.a. af þeim kostnaði og tíma sem það tekur til þess að flytja inn vörur til og frá landinu. Af þessu leiðir að nágrennalönd Íslands veita ekki eins mikið samkeppnislegt aðhald og því starfa oft fá fyrirtæki á mikilvægum samkeppnismörkuðum hér á landi.<sup>40</sup> Þjóðfélagið einkennist einnig af nálægð og persónulegum kunningsskap en af því leiðir að auknar líkur geta verið fyrir því að eigendur og stjórnendur fyrirtækja samhæfi sína hegðun og aðgerðir á markaði.<sup>41</sup> Markaðir með framangreind einkenni eru nefndir fákeppnismarkaðir (e. *Oligopoly*) en á þeim starfa fáir keppinautar. Fákeppnismarkaðir eru oft flóknir og er greining á hegðun fyrirtækja á þeim oft erfiðari en á öðrum mörkuðum. Auðveldara er fyrir fyrirtæki að hegða sér án tillits til samkeppnisaðila þeirra, neytenda eða kaupenda. Ef aðstæður eru með ákveðnum hætti getur verið talsverð hættu á því að fyrirtæki sem starfa á þeim mörkuðum samhæfi markaðshegðun sína með þegjandi samhæfingu.<sup>42</sup> Á fákeppnismörkuðum er samþjöppun oft mikil en hugtakið vísar til þess hvernig velta á tilteknum markaði deilist niður á fyrirtækin sem starfa þar, þ.e. hver markaðshlutdeild þeirra er.<sup>43</sup> Til þess að meta samþjöppun á markaði er reiknaður út svokallaður samþjöppunarstuðull en hann bendir til þess hve virk samkeppnin á viðkomandi markaði. Ef fá fyrirtæki eru á honum eða jafnvel eitt með háa markaðshlutdeild er samþjöppun

---

<sup>39</sup> „Markaðsskilgreiningar“ (*Samkeppniseftirlitið*)

<<https://www.samkeppni.is/fraedsla/markadsskilgreiningar/skilgreining-markada/>> skoðað 10. apríl 2019.

<sup>40</sup> „Algengar spurningar“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/fraedsla/fraedsla-og-leidbeining/algengar-spurningar/>> skoðað 10. apríl 2019.

<sup>41</sup> Samkeppniseftirlitið, „Öflug uppbygging – opnun markaða og efling atvinnustarfsemi“ (n. 3) 22.

<sup>42</sup> sama heimild 22–23.

<sup>43</sup> „Algengar spurningar“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/fraedsla/fraedsla-og-leidbeining/algengar-spurningar/>> skoðað 10. apríl 2019.

mikil og líkur á að samkeppni á viðkomandi markaði sé takmörkuð.<sup>44</sup> Samþjöppun er mæld með því að notast við svonefndan Herfindahl-Hirschman samþjöppunarstuðul (HHI). Er þá hlutdeild hvers fyrirtækis á þeim markaði sem athugaður er hafin upp í annað veldi og í kjölfarið eru allar ferningstölur sem þannig verða til lagðar saman til að fá út gildi stuðulsins fyrir viðkomandi markað. Ef það eru þrjú fyrirtæki á viðkomandi markaði og markaðshlutdeild þeirra er 50%,30% og 20% þá er gildi HHI stuðulsins 3.800 ( $= [50 \times 50] + [30 \times 30] + [20 \times 20]$ ).<sup>45</sup> Gildi stuðulsins liggur á milli talnanna 0 til 10.000 og eftir því sem talan er hærri því meiri er samþjöppunin á viðkomandi markaði. Ef stuðullinn er undir 1000 gefur það til kynna að samþjöppun á markaði sé lítil en sé hann hærri en 1800 þá er um mikla samþjöppun að ræða. SE hefur bent á í mörgum ákvörðunum sínum að samþjöppun og fákeppni sé töluverð á mikilvægum mörkuðum hér á landi,<sup>46</sup> sbr. ákvörðun SE í máli nr. 7/2014 *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóтели ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf.* Í ákvörðuninni komst SE að þeirri niðurstöðu að mikil samþjöppun væri á dagvörumarkaðnum og að á honum ríkti fákeppni en dagvörumarkaðurinn er mikilvægur fyrir allan almenning.<sup>47</sup> Í ákvörðun SE í máli nr. 21/2004 *Ólögmaett samráð Kers hf. (áður Olíufélagið hf.), Olíuverzlunar Íslands hf., Skeljungs hf. og Bensínorkunnar ehf.* kemur fram að á olíumarkaðnum hér á landi ríki mikil fákeppni. Í ákvörðuninni kemur einnig fram að á slíkum mörkuðum séu gerðar enn strangari kröfur til allra samskipta keppinauta á þeim mörkuðum. Talið er að á fákeppnismörkuðum sé sérstaklega brýnt að tryggja að keppinautar dragi ekki úr sjálfstæði hvers annars á markaði með aðgerðum sínum.<sup>48</sup>

Þegar um mikla samþjöppun er að ræða getur það leitt til meiri áhættu á samkeppnishömlum en það getur m.a. falið í sér brot á 11. gr. smkl. við banni á misnotkun á markaðsráðandi stöðu.<sup>49</sup> Fyrirtæki verða einnig latari að keppa sín á milli og samhæfa sig frekar þegar fá stór fyrirtæki starfa á markaðinum og margs konar félagsleg tengsl eru á milli stjórnenda fyrirtækjanna. Í slíkum tilvikum taka fyrirtækin óhæfilega mikið tillit hvert til annars í starfsemi sinni eða hafa með sér ólögmaett samráð sem gæti talist sem brot á 10. gr. smkl.<sup>50</sup> SE þarf ekki að sýna fram

---

<sup>44</sup> „Hvernig er samþjöppun á markaði mæld“ (*Samkeppniseftirlitið*)

<<https://www.samkeppni.is/fraedsla/markadsskilgreiningar/hvernig-er-samthjoppun-a-markadi-maeld/>> skoðað 9. apríl 2019.

<sup>45</sup> sama heimild.

<sup>46</sup> „Algengar spurningar“ (n. 43).

<sup>47</sup> *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóтели ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf.* Samkeppniseftirlitið 7/2014 29.

<sup>48</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 21/2004, 28. október 2004 92–100.

<sup>49</sup> „Algengar spurningar“ (n. 43).

<sup>50</sup> sama heimild.



á það að einhver aðgerð eða háttsemi sem fellur undir 10. gr. smkl. hafi haft áhrif á samkeppni á markaði til þess að ákvæðið teljist brotið, heldur nægir að keppinautar hafi haft með sér samráð eða samstilltar aðgerðir sem eru til þess fallnar að hafa neikvæð áhrif á samkeppni á viðkomandi markaði, sbr. dómur Hæstaréttar í máli nr. 37/2003. Samningar sem hafa það að markmiði að raska samkeppni eru ólögmatir óháð því hvort þeir hafi í raun haft í för með sér skaðleg áhrif á samkeppni. Ef að samningur felur hins vegar ekki í sér augljósa röskun á samkeppni verður að meta samninginn og hvort slíkar hömlur geti leitt af honum.<sup>51</sup> Samráð af þessu tagi getur falið í sér hvers konar samskipti milli starfsmanna keppinauta, hvort heldur sem samskiptin eru af hálfu beggja aðila eða einhliða. Brot á 10. gr. smkl. er alvarlegasta brotið á lögunum þar sem það getur haft mjög skaðleg áhrif á samkeppni og þar með rýrt lífskjör almennings.<sup>52</sup>

Mælikvarðar á samþjöppun á markaði eru oft notaðir af SE til að leggja mat á möguleg áhrif fyrirhugaðra samruna á samkeppnisvirkni á markaði. Við það mat er litið til gildis HHI-stuðulsins bæði fyrir og eftir samruna.<sup>53</sup> Einnig ber að tefla því fram að sumir fræðimenn hafa talið að á mörkuðum sem einkennast af sameiginlegu eignarhaldi geti hefðbundinn HHI-stuðull vanmetið samþjöppunina á markaðnum. Í slíkum tilvikum er hægt að styðjast við svokallaðan MHHI-stuðul en fjallað var um þann stuðul í grein eftir Ástu Óladóttur, Friðrik Friðriksson ofl. sem ber nafnið „*Að þjóna sömu herrum en keppa þó*“ Í niðurstöðu greinarinnar kemur eftirfarandi fram:

Þessar niðurstöður um áhrif sameiginlegs eignarhalds benda jafnframt til að þeir mælikvarðar sem samkeppnisfyrirvöld hafa notað til að meta samþjöppun á markaði geti skilað verulegu vanmati. Algengast er að samkeppnisfyrirvöld miði við svokallaða Herfindahl-Hirschman vísitölu (HHI) sem tekur mið af markaðshlutdeild einstakra keppinauta. Sá mælikvarði sem O'Brien og Salop settu fram árið 2000, Modified Herfindahl-Hirschman Index (MHHI), eða breytt HH vísitala, tekur hins vegar einnig tillit til sameiginlegs eignarhalds. Ef samkeppnisfyrirvöld myndu styðjast við hann væri mæld samþjöppun á mörkuðum, þar sem sameiginlegt eignarhald er til staðar, enn hærri en ella. Það myndi væntanlega verða til þess að breyta ýmsum niðurstöðum í samkeppnismálum, m.a. samrunamálum og við mat á markaðsráðandi stöðu.<sup>54</sup>

Framkvæmdarstjórn ESB hefur einnig stuðst við MHHI-stuðulinn m.a. í máli M.7932 vegna samruna fyrirtækjanna Dow og Du Pont. Störfuðu þessi fyrirtæki m.a. á markaði fyrir

<sup>51</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 23/2088, 16. apríl 2008 5.

<sup>52</sup> „Ólögmett samráð“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/malefni/ologmaett-samrad/>> skoðað 4. apríl 2019.

<sup>53</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019 153.

<sup>54</sup> Ásta Óladóttir o.fl. (n. 15) 48.

framleiðslu á skordýraeitri og öðrum efnavörum. Áhrif sameiginlegs eignarhalds í helstu keppinautum þeirra, BASF, Bayer, Syngent og Monsanto, komu til skoðunar í málinu. Í málinu var talið að sameiginlegt eignarhald vanmæti samþjöppun á þeim mörkuðunum sem til umfjöllunar voru í málinu. Því bæri að taka tillit til þess við heildarmat á samkeppnislegum áhrifum samruna fyrirtækjanna.<sup>55</sup> Verða þó engar fullyrðingar gerðar hér um það hvor stuðullinn telst betri í málum sem varða sameiginlegt eignarhald.

---

<sup>55</sup> Mál nr. M.7932, Dow/DuPont g. Commission [2017] ECR 139/2004.

## 4. Lífeyrissjóðir sem hluthafar

Fyrir efnahagshrunið var það algengt að einstaklingar keyptu hlutabréf milliliðalaust í hlutafjárútboðum en á seinustu árum hefur eignarhald í skráðum fyrirtækjum færst í æ ríkari mæli í hendur stofnanafjófesta. Mun algengara er í dag að fjárfestingar einstaklinga í skráðum fyrirtækjum séu með óbeinum hætti í gegnum verðbréfasjóði. Af þessu hefur leitt meiri einsleitni í samsetningu hluthafa í fyrirtækjum í dag, m.a. vegna þess að bréfin hafa smám saman verið keypt upp af ýmis konar sjóðum, svo sem verðbréfasjóðum, fjárfestingarsjóðum og lífeyrissjóðum.<sup>56</sup> Hafa því almennir fjárfestar misst atkvæðisrétt sinn inn á hluthafafundum til sjóðanna. Því geta þeir ekki haft áhrif á stefnu og rekstur félagsins heldur verða þeir að treysta því að sjóðirnir gæti sinna hagsmunum.<sup>57</sup> Af þessu má ráða, og vegna þeirrar sterku stöðu sem lífeyrissjóðir hafa í atvinnulífinu í dag, að mikilvægt sé að þeir marki stefnu sína um það hvernig þeir skuli beita sér sem hluthafar innan fyrirtækjanna sem þeir eiga hlut í. Lífeyrissjóðir þurfa að stuðla að því að stjórnarmenn fyrirtækjanna starfi sjálfstætt og hafi ekki nein tengsl við tiltekna hluthafa umfram aðra.<sup>58</sup> Í 20. gr. lífeyrissjóðslaganna kemur fram að starfsemi lífeyrissjóða skuli lúta að móttöku, varðveislu og ávöxtun iðgjalda og greiðslu lífeyris. Af þessu leiðir að sjóðunum er almennt ekki ætlað að koma að rekstri fyrirtækja.<sup>59</sup> SE hefur bent á áhrif óskýrs eignarhalds fyrirtækja á samkeppni í úrlausnum sínum, sbr. skýrslu SE nr. 3/2013 „*Er týndi áratugurinn framundan?*“ kemur þar eftirfarandi fram:

Hlutur lífeyrissjóða í eignarhaldi fyrirtækja hefur vaxið mikið frá hruni og fyrirsjáanlegt er að sú þróun haldi áfram. Samkeppniseftirlitið hefur áhyggjur af ógagnsæju eignarhaldi lífeyrissjóða, banka og einstaklinga í gegnum sjóði, sér í lagi sameiginlegu eignarhaldi fagfjófesta í tveimur eða fleiri keppinautum á sama markaði.<sup>60</sup>

Sívaðandi hlutur lífeyrissjóða í eignarhaldi atvinnufyrirtækja leiðir til þess að þeir þurfa að ákveða hvort þeir ætli sér að vera virkir eða óvirkir hluthafar innan fyrirtækja sem þeir fjárfesta í. Með því að vera virkir hluthafar tryggja þeir betra gagnsæi og hafa afskipti af m.a. stefnumótun eða stjórnnum fyrirtækjanna.<sup>61</sup> Fyrir efnahagshrunið var algengara að lífeyrissjóðir settu sér þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar en þá tóku þeir ekki þátt í atkvæðagreiðslum á

<sup>56</sup> Ásta Óladóttir o.fl. (n. 15) 29.

<sup>57</sup> Gerald F Davis, „A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States“ 5 (1) European Management Review 11, 1–2.

<sup>58</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (n. 10) 4.

<sup>59</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 7/2014, 31. mars 2014.

<sup>60</sup> Samkeppniseftirlitið, „Er týndi áratugurinn framundan?“ 3/2013 <[https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/Skyrsla\\_3\\_2013\\_Er\\_tyndi\\_aratugurinn\\_framundan.pdf](https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/Skyrsla_3_2013_Er_tyndi_aratugurinn_framundan.pdf)>.

<sup>61</sup> Eggert Jóhannesson, „Lífeyrissjóðir eiga að vera virkir“ *mbl.is* (26. maí 2016)

<[https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2016/05/26/lifeyrissjodir\\_eiga\\_ad\\_vera\\_virkir/](https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2016/05/26/lifeyrissjodir_eiga_ad_vera_virkir/)> skoðað 9. maí 2019.

hluthafafundum. Þeir litu fyrst og fremst á sig sem óvirka langtímafjárfesta og þannig litu aðrir hluthafar á þá.<sup>62</sup> Eftir hrúnið hafa áherslur margra sjóða breyst og vilja fulltrúar margra lífeyrissjóða vera virkari hluthafar innan fyrirtækjanna, svo sem að taka þátt í að móta meginstefnu og starfskjarastefnu, hafa áhrif á launakjör stjórnenda og skipan sjórnar.<sup>63</sup> Þeir eiga oft stóran hlut og telja sig því skylduga til að líta á eftir fjárfestingum sínum þar sem að þeir eiga eigendahagsmuna að gæta.<sup>64</sup> Hafa margir lífeyrissjóðir sett sér hluthafastefnu þar sem kveðið er á um hvernig aðkoma þeirra að fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í skuli háttáð.<sup>65</sup> Dæmi um slíka hluthafastefnu má sjá hjá þremur stærstu lífeyrissjóðum landsins.

Í nágildandi hluthafastefnu Lífeyrissjóðs verzlunarmanna fyrir árið 2018 má sjá eftirfarandi ákvæði:<sup>66</sup>

**e-liður 1. gr.** Sjóðurinn gegnir eigendaskyldum sínum með virkum hætti og kemur ábendingum um rekstur og stefnu félaga auk bættra stjórnarháttar, sem sjóðurinn er hlutahafi í, á framfæri með beinum samskiptum við stjórn og/eða forstjóra viðkomandi félaga og/eða á hluthafafundum

**f-liður 1. gr.** Sjóðurinn tekur jafnframt afstöðu til mála á hluthafafundum með atkvæðum sínum og á hlutabréfamarkaði með aðgerðum sínum.

**d-liður 2. gr.** Áhersla er lögð á að stjórn og stjórnendur félags gæti þess að reka það í samræmi við lög og með eðlilegu tilliti til annarra haghafa. Með þessu er LV þó á engan hátt að taka afstöðu til eðlilegrar hagsmunagæslu félags, til að mynda hvað varðar samkeppni á markaði, samskipti við starfsmenn eða birgja.

**a-liður 7. gr.** LV telur mikilvægt að sjálfstæði stjórnarmanna í störfum þeirra sé virt sem og þagnar og trúnaðarskylda sem á þeim hvílir.

**c-liður 7. gr.** LV leggur áherslu á að í samskiptum sé gætt þeirra sjónarmiða sem samkeppnislög og virk samkeppni byggja á.

---

<sup>62</sup> „Afskiptaleyfi lífeyrissjóða heyrir sögunni til“ *Lífeyrismál.is* (26. september 2018)

<<https://www.lifeyrismal.is/is/frettir/afskipti-lifeyrissjoda-heyrrir-sogunni-til>> skoðað 8. maí 2019.

<sup>63</sup> sama heimild.

<sup>64</sup> sama heimild.

<sup>65</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (n. 24).

<sup>66</sup> Lífeyrissjóður verzlunarmanna, „Ársskýrsla sjóðsins 2018“ <<https://www.live.is/sjodurinn/fjarfestingar/>> skoðað 2. apríl 2019.

Í hluthafastefnu Gildis lífeyrissjóðs koma eftirfarandi ákvæði fram: <sup>67</sup>

#### 5.4. Þáttaka í ákvörðunum hluthafafunda

Sé það mat Gildis-lífeyrissjóðs að upplýsingagjöf félaga skv. 5.2. og samskipti við stjórnir félaga samkvæmt 5.3. nægi ekki til að ná fram áherslum sjóðsins, mun hann beita réttindum sínum sem eigandi vegna stjórnarháttu félaga, s.s leggja fram tillögur og/eða ályktanir á hluthafafundum, greiða atkvæði um slíkar tillögur og ályktanir eða selja eignarhlut sinn.

#### 5.8. Samkeppnismál

Gildi-lífeyrissjóður hvetur til virkrar samkeppni og ábyrgðar gagnvart samkeppnislögum. Eignarhald sjóðsins á verulegum eignarhlut í fyrirtækjum sem starfa á sama markaði kallar á sérstaka aðgæslu. Gildi-lífeyrissjóður tekur ekki þátt í samhæfingu milli keppinauta eða að trúnaðarupplýsingar berist milli þeirra. Gildi-lífeyrissjóður telur ekki æskilegt að frambjóðendur til stjórna séu tengdir keppinautum með þeim hætti að áhrif geti haft á sjálfstæði þeirra til stjórnarstarfa. Áhersla er lögð á sjálfstæði stjórnarmanna í sínum störfum og að þeir gæti að sjálfstæði og hagsmunum viðkomandi félags.

Í hluthafastefnu Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins kemur m.a. eftirfarandi fram: <sup>68</sup>

Á hluthafafundum mun LSR greiða atkvæði í samræmi við hagsmuni lífeyrissjóðsins. Í þessu felst ekki að nauðsynlegt sé að kjósa í öllum tilfellum, öllu heldur þegar LSR metur það mikilvægt með hagsmuni sjóðsins í fyrirrúmi.

Eins og sést hér að ofan eru sjóðirnir komnir mislangt í því að móta sér hluthafa- og eigendastefnu en markmið þeirra er að auka gegnsæi og stuðla að trúverðugri aðkomu sjóðanna í þeim fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í. Ef lífeyrissjóðir ákveða að starfa sem óvirkir eigendur getur það leitt til þess að smærri hluthafar öðlist áhrifavald í fyrirtækjunum langt umfram eiginlega eignarhluti sína. Þó getur oft verið erfitt fyrir lífeyrissjóði að starfa sem virkir eigendur ef þeir eiga eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama samkeppnismarkaði.<sup>69</sup> Í ákvörðun SE í máli nr. 8/2019 *Samruni NI hf. og Festi hf.* aflaði SE gagna frá stærstu hluthöfum samrunaaðilanna, sem eru lífeyrissjóðir, um aðkomu þeirra að fyrirtækjunum.<sup>70</sup> Í svörum þeirra kom eftirfarandi fram:

<sup>67</sup> „Hluthafastefna | Gildi – Lífeyrissjóður“ <<https://gildi.is/um-gildi/stefnur-og-samthykkir/hluthafastefna/>> skoðað 3. apríl 2019.

<sup>68</sup> „Hluthafastefna Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins“ <<http://www.lsr.is/media/log-og-samthykkir/Hluthafastefna-des-2013.pdf>>.

<sup>69</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (n. 24).

<sup>70</sup> Gildi Lífeyrissjóðs; Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins; Lífeyrissjóðs verzlunarmanna; Birtu lífeyrissjóðs, Stefnis hf.; Stapa lífeyrissjóðs; Frjálsa lífeyrissjóðsins; Landsbréfa hf., og Festa lífeyrissjóðs.

Að um væri að ræða stofnanafjórfa sem hugsuðu fjárfestingar sínar til lengri tíma. Flestir hluthafar taka fram í svörum sínum og hluthafastefnum að þeir hafi virkt eftirlit og aðkomu að fjárfestingum sínum í hlutabréfum, t.a.m. leitist þessir aðilar við að mæta á hluthafafundi og taka afstöðu til tillagna sem bornar séu upp á slíkum fundum. Aftur á móti taka umræddir hluthafar fram að þeir skipti sér almennt ekki af daglegum rekstri fyrirtækja sem þeir eigi eignarhluti í eða einstökum ákvörðunum sem varði reksturinn.<sup>71</sup>

Lífeyrissjóðir hafa þó í fæstum tilvikum sett sér sérstakar reglur um þær aðstæður sem fylgja sameiginlegu eignarhaldi. Þó má sjá í svarbréfi Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins í ofangreindu máli, að „LSR leggur áherslu á að fjárfestingarhluthafastefna sjóðsins stuðli að virkum samkeppnismarkaði og að LSR gerir sér grein fyrir því að eignarhald á verulegum hlutum í félögum á sama markaði krefst sérstakrar aðgæslu sjóðsins.“<sup>72</sup>

---

<sup>71</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019.

<sup>72</sup> sama heimild 312.

## 5. Sameiginlegt eignarhald

### 5.1. Almenn

Með hugtakinu sameiginlegt eignarhald (e. *Common ownership*) er átt við eignarhald eins og sama aðila í tveimur eða fleiri fyrirtækjum sem keppa á sama markaði.<sup>73</sup> Umræðan um sameiginlegt eignarhald hefur aukist til muna hér á landi eftir efnahagshrunið árið 2008 eins og áður hefur komið fram. Fræðimenn og samkeppnisfyrirvöld, hér á landi og erlendis, hafa fjallað töluvert um áhrif sem eignarhaldið getur haft í för með sér á samkeppni.<sup>74</sup> Ef kannaður er hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi má sjá að stofnanafjárfestar eiga í vaxandi mæli eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki sem keppa á sama markaði. Í þessu sambandi má nefna eignarhald á váttryggingafélögunum Sjóvá, VÍS og TM sem skráð eru í Kauphöll Íslands. Af 15 stærstu hluthöfum félaganna þriggja eru sex fjárfestar sem eiga hlut í öllum félögunum. Ennfremur fara fjórir stærstu stofnanafjárfestarnir samtals með 26% eignarhald í Sjóvá, 25% í VÍS og 31% í TM. Svipað dæmi má sjá hjá stærstu fasteignafélögum landsins en fimm stofnanafjárfestar eiga hlut í þeim og nemur samanlagður eignarhlutur þeirra um 35 – 44% í hverju félagi.<sup>75</sup> Talið hefur verið að eignarhald af þessu tagi geti leitt til skerðingar á samkeppni neytendum til tjóns. Í ákvörðun SE í máli nr. 7/2014 *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóтели ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf* vísar eftirlitið til þess að helstu vandamál slíks eignarhalds séu ferns konar. Í fyrsta lagi getur eignarhaldið eitt og sér leitt til minni hvata fyrir fyrirtækin til að keppa sín á milli. Ef eigandi fer með eignarhald í keppinautum öðlast keppinautarnir óbeint hlutdeild í hagnaði hvors annars. Af því leiðir að hvatinn til að lækka verð, keppa og auka framboð minnkar. Í öðru lagi getur það aukið hættu á samráði eða þegjandi samhæfingu. Í þriðja lagi geta orðið útilokunaráhrif á lóðréttum keppinautum. Í fjórða lagi kann það að leiða til aðgangshindrana fyrir nýja keppinauta. Þá hefur verið talið að eignarhald af þessu tagi sé sérstaklega varhugavert þar sem fákeppni ríkir en slík staða er algeng hér á landi.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> Hvítbókarnefnd, „Framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið - Svör Samkeppniseftirlitsins við spurningum Hvítbókarnefndar“ (Samkeppniseftirlitið 15. júlí 2018) 1/2018 53 <<https://www.samkeppni.is/urlausnir/skyrslur/framtidarsyn-fyrir-fjarmalakerfidsvor-samkeppniseftirlitsins-vid-spurningum-hvitbokarnefndar>> skoðað 14. mars 2019.

<sup>74</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (n. 24)

2.

<sup>75</sup> sama heimild.

<sup>76</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2011, 14. janúar 2011 28.

## 5.2. Skrif SE og annarra aðila á Íslandi

SE hefur fylgst vel með þróun eignarhalds á atvinnufyrirtækjum hér á landi.<sup>77</sup> Sökum stærðar lífeyrissjóða á íslenskum markaði hefur eftirlitið fylgst sérstaklega með þeim áhrifum sem eignarhald þeirra getur haft á samkeppni. Er þetta viðfangsefni margra úrlausna SE svo sem í markaðsrannsóknnum, ákvörðunum, skýrslum eða ráðstefnum eftirlitsins.<sup>78</sup> Sem dæmi má nefna morgunverðarfund Viðskiptaráðs Íslands ofl. sem átti sér stað þann 15. nóvember 2013 en fundurinn fjallaði um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf.<sup>79</sup> Þar benti Páll Gunnar Pálsson á eftirfarandi áhyggjuefni:

Það er óæskilegt í samkeppnislegu tilliti að lífeyrissjóðir syndi allir sama hringinn í litlu tjörninni. Það getur gert það að verkum að fáir stýra ferðinni og fjölbreytni í fjármögnun verður minni, sem síðan getur haft skaðleg áhrif á fjármögnun framleiðniaukandi verkefna og fyrirtækja. Í þessu tilliti er samstarf lífeyrissjóða sem fjárfesta nokkuð áhyggjuefni. Þeir starfa saman á vettvangi Landssamtaka lífeyrissjóða, þeir eiga saman fasteignafélög, þeir eiga Framtakssjóð Íslands og þeir koma saman að fjárfestingu í gegnum ýmsa aðra sjóði. Og stjórnvöldum sjálfum er tamt að líta til lífeyrissjóða sem einnar heildar þegar t.d. stór fjárfestingarverkefni á þeirra vegum eru til umfjöllunar. Samanlagt virðist þetta vera talsvert mikil samþætting, þótt forsvarsmenn lífeyrissjóða segi okkur að þeir séu sjálfstæðir og meðvitaðir um hættur sem þessu fylgja.<sup>80</sup>

Í kjölfar bankahrunsins safnaði SE upplýsingum frá 120 fyrirtækjum og birti í kjölfarið þrjár skýrslur sem fjölluðu um þróun eignarhalds á atvinnufyrirtækjum og áhrifum þess á samkeppni.<sup>81</sup> Í skýrslunni *Samkeppni eftir hrun* nr. 2/2011 bendir eftirlitið á að það telji að lífeyrissjóðir séu mikilvæg uppspretta fjármagns og eðlilegt sé að þeir nýti hluta fjár síns til eflingar íslensks atvinnulífs á erfðum tímum. Veigamikil aðkoma lífeyrissjóða að einstökum félögum geti þó skapað samkeppnisleg vandamál sem nauðsynlegt sé að taka á.<sup>82</sup> Í skýrslunni *Er týndi áratugurinn framundan?* nr. 3/2013, kannaði eftirlitið það sívaxandi eignarhald lífeyrissjóða sem átt hefur sér stað á undanförunum árum og það ógagnsæi á markaði sem því fylgir, þá sérstaklega þegar að lífeyrissjóðir eiga hlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði.<sup>83</sup> Er þar undirstrikað að gæta þurfi sérstaklega að skýru eignarhaldi.<sup>84</sup> Afleiðingin af óskýru eignarhaldi getur verið sú að ekki sé ljóst hverjir stjórnir fyrirtækjunum eða hvernig

<sup>77</sup> Landslög (n. 4) 3.

<sup>78</sup> sama heimild.

<sup>79</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Samkeppni og hlutverk lífeyrissjóða“ (n. 38).

<sup>80</sup> sama heimild 3.

<sup>81</sup> *Samkeppni eftir hrun* nr. 2/2011, *Er týndi áratugurinn framundan?* nr. 3/2013 og *Aflaklær eða uppvakningar?* nr. 3/2012

<sup>82</sup> Samkeppniseftirlitið, „Samkeppni eftir hrun“ (n. 32).

<sup>83</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Lífeyrissjóðir sem eigendur fyrirtækja – Í tilefni af grein Óla Björns“ (*Samkeppni.is*, 17. júlí 2017) <<https://www.samkeppni.is/utgafa/pistlar/nr/2979>>.

<sup>84</sup> Samkeppniseftirlitið, „Er týndi áratugurinn framundan?“ (n. 60) 5.



eignarhaldinu er beitt. Getur það skapað hættu á því að fyrirtæki verði rekin af eigendum sem hafa ekki jafn mikinn drifkraft á að reka heilbrigðan rekstur og gera viðkomandi fyrirtæki að virkum keppinaut á markaði.<sup>85</sup>

Í skýrslu starfshópsins er staða lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi skoðuð. Er þar bent á þá samkeppnislegu áhættu sem leitt getur af eignarharhaldi lífeyrissjóða í fleiri en einum keppinauti á sama markaði.<sup>86</sup> Segir þar eftirfarandi:

Viðtækt eignarhald lífeyrissjóða getur haft áhrif á samkeppni og þar af leiðandi á verð og þjónustu við neytendur. Þess vegna er áriðandi að lífeyrissjóðir marki stefnu um það hvernig þeir beita sér sem hluthafar í fyrirtækjum sem þeir eiga hlut í. Þar sem sjóðirnir byggja á skylduáðild er eðlilegt að gera ríkar kröfur til þeirra um upplýsingaskyldu gagnvart sjóðfélögunum, eigendum sjóðanna.<sup>87</sup>

Í niðurstöðum skýrslunnar kemur starfshópurinn með tillögur og ábendingar og leggur eftirfarandi fram<sup>88</sup>:

- Mikilvægt sé að lífeyrissjóðirnir marki fjárfestingarstefnu sína til langs tíma og stefni að því að auka vægi erlendra eigna til að draga úr áhættu.
- Mikilvægt sé að stuðla að samkeppni milli lífeyrissjóða þar sem það á við og draga úr líkum á einsleitum ákvörðunum um fjárfestingar.
- Stjórnvöld beiti sér fyrir lagabreytingu þannig að lífeyrissjóðir séu skyldugir til að móta stefnu um stjórnarhætti lífeyrissjóða sem eigenda í atvinnufyrirtækjum.
- Mikilvægt sé að auka fagmennsku og gagnsæi með því að skylda lífeyrissjóði til að birta upplýsingar um afstöðu í kosningum á aðalfundum hlutafélaga.

### 5.3. Erlendar rannsóknir

Margar erlendar rannsóknir hafa verið gerðar um áhrif sameiginlegs eignarhalds á samkeppni. Flestar rannsóknir sýna að fyrirtæki með sömu hluthafa hafi minni hvata til þess að keppa sín á milli heldur en ef þau höfðu algjörlega aðskilda hluthafa.<sup>89</sup> Fræðimenn erlendis eru hins vegar ekki allir sammála um hvort sameiginlegt eignarhald eitt og sér geti leitt til röskunar á samkeppni. Umræðan erlendis hefur annars vegar snúist um það hvort stofnanafjárfestar með eignarhald af þessu tagi hafi hvata til þess að draga úr samkeppni og hins vegar hvort að þeir

<sup>85</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins 2/2014, 10. febrúar 2014 24.

<sup>86</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (n. 10) 3.

<sup>87</sup> sama heimild 5.

<sup>88</sup> „Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (n. 10).

<sup>89</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (OECD) 16 <<http://www.oecd.org/daf/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>> skoðað 15. mars 2019.

hafi þau völd eða getu til þess að hafa áhrif á ákvarðanatöku hjá stjórn fyrirtækisins.<sup>90</sup> Árið 2017 hélt *The organisation for Economic Co-operation and Development* (hér eftir OECD) ráðstefnu til þess að kanna hvort sameiginlegt eignarhald fyrirtækja leiddi í raun og veru til röskunar á samkeppni.<sup>91</sup> Þar voru skoðaðar mismunandi rannsóknir sem gerðar hafa verið í tenglum við þessi tvö álitæfni. Verða nokkrar af þeim rannsóknum sem fram komu á ráðstefnu OECD kannaðar ásamt öðrum erlendum rannsóknum og bornar saman við þá umræðu sem átt hefur sér stað hér á landi og fram koma í ákvörðunum SE sem snúa að sameiginlegu eignarhaldi.

### 5.3.1. Rannsóknir byggðar á hvata stofnanafjórfa

Á ráðstefnu OECD var meðal annars fjallað um rannsókn sem framkvæmd var af Salop og O'Brien. Í henni var hugtakið krosseignarhald (e. *Cross ownership*) kannað en hugtakið vísar til þess þegar að tvö fyrirtæki eiga hlut í hvort öðru.<sup>92</sup> Þrátt fyrir að rannsóknin fjalli um krosseignarhald en ekki um sameiginlegt eignarhald eru mikil líkindi á milli hugtakanna og þ.a.l. hægt að styðjast við rannsóknina í tengslum við athugun á sameiginlegu eignarhaldi. Eftirfarandi dæmi um krosseignarhald og samkeppnisleg vandkvæði því tengdu er tekið í rannsókninni:

Fyrirtæki A og B eru keppinautar á sama markaði. A ákveður einhliða að hækka verð á sínum vörum og með þessu er möguleiki að viðskiptavinir A byrji frekar að kaupa vörur hjá fyrirtæki B þar sem fyrirtækið selur sömu vörur á nú ódýrara verði. Slík verðhækkun gæti því endað í tapi hjá fyrirtæki A. Ef fyrirtæki A ætti hins vegar hlut í fyrirtæki B þá myndi hluti af þeim hagnaði sem fyrirtæki B öðlast með hækkun á verði á vörum hjá A fara beint yfir til A aftur. Þannig að það tap sem verður hjá A vegna verðhækkunar yrði ekki jafn mikið vegna eignarhalds A í B.<sup>93</sup>

Ofangreint dæmi er hægt að yfirfæra á sameiginlegt eignarhald. Ef stofnanafjórfa á eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði getur hann hagnast af verðhækkunum eins fyrirtækis á vörum sínum. Samdráttur á sölu hjá einu fyrirtæki getur leitt til aukningar á sölu og þ.a.l. hagnaði hjá hinu fyrirtækinu sem skilar sér í hagnaði hjá hluthöfum fyrirtækisins.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> sama heimild 17.

<sup>91</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ <<http://www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>> skoðað 14. mars 2019.

<sup>92</sup> „CROSS-OWNERSHIP | Meaning in the Cambridge English Dictionary“ <<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/cross-ownership>> skoðað 16. mars 2019.

<sup>93</sup> „Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition“ (n. 7) 18.

<sup>94</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (n. 89) 18.

Önnur rannsókn sem hefur þýðingu í þessu sambandi er eftir José Azar, Martin C Schmalz og Isabel Tecu. Rannsókuð voru flugfargjöld annars vegar og þjónustugjöld banka hins vegar á bandarískum markaði. Fjallað var um að margir samkeppnisaðilar, bæði á markaði flugiðnaðarins og markaði viðskiptabankanna, voru í eigu fárra stofnanafjárfesta og að sameiginlegt eignarhald gæti dregið úr hvata fyrirtækja til þess að keppa sín á milli. Hægt væri að sjá bein tengsl á milli sameiginlegs eignarhalds og hærra verðlags á flugfargjöldum. Þeir reiknuðu samþjöppun markaðarins með HHI og MHHI stuðlunum og varð niðurstaðan sú að flugfargjöld í Bandaríkjunum væru 3-7% hærri en ella vegna sameiginlegs eignarhalds. Í rannsókninni var eignarhald viðskiptabanka í Bandaríkjunum einnig skoðað og niðurstaðan sú að sameiginlegt eignarhald leiddi til hærra verðs fyrir viðskiptabankþjónustu.<sup>95</sup> Hér er ekki um að ræða samráð milli fyrirtækjanna heldur einhliða aðgerðir (e. *Unilateral effects*) fyrirtækis um að hækka verð á sínum vörum sem getur leitt til röskunar á samkeppni með þeim hætti að hagnaðurinn skilar sér til fjárfesta keppinauta fyrirtækisins.

Rannsóknir hafa einnig sýnt fram á að sameiginlegt eignarhald geti falið í sér aukna hættu á samráði eða þegjandi samhæfingu milli keppinautanna (e. *Horizontal coordinated effects*). Gerð var rannsókn á því af hagfræðingunum Rock og Rubinfeld og voru niðurstöður þeirra á þá leið að stofnanafjárfestir sem á hlut í fleiri en einum keppinaut á sama markaði geti hagað sér eins og stjórnandi í samráðshring. Helgast það af því að hann getur komið upplýsingum á milli keppinauta og með því hvatt stjórnendur fyrirtækjanna til lakari samkeppni.<sup>96</sup>

Ofangreindar rannsóknir sýna fram á að sameiginlegt eignarhald getur leitt til samkeppnislegra vandkvæða eitt og sér. Einnig getur það ýtt undir hvata stofnanafjárfesta til samráðs eða þegjandi samhæfingar.

### 5.3.2. Rannsóknir á hvort stofnanafjárfestar geti hafi áhrif á hegðun fyrirtækja

Þrátt fyrir að mögulegt sé að stofnanafjárfestar geti haft hvata eða getu til þess að hvetja til lakari samkeppni á milli fyrirtækjanna, er ekki þar með sagt að stjórnendur fyrirtækjanna geri það. Helgast það af því að stofnanafjárfestar eru oft minnihlutaeigendur í viðkomandi fyrirtækjum en aðgerðir þeirra til þess að raska samkeppni krefjast þess að þeir hafi nægileg ítök innan stjórnar fyrirtækjanna. Eignarhlutur hluthafa endurspeglar ekki alltaf völd hans

<sup>95</sup> Azar, Schmalz og Tecu (n. 12) 54–56.

<sup>96</sup> Edward B Rock og Daniel L Rubinfeld, „Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance“ [2017] NYU Law and Economics Research Paper 38, 36.

innan fyrirtækisins.<sup>97</sup> Í rannsókn Azar et al er fjallað um með hvaða hætti stofnanafjárfestar geta haft bein áhrif á stjórn fyrirtækisins. Í því sambandi eru tvær aðferðir nefndar. Fyrri aðferðin fjallar um að stofnanafjárfestir geti haft áhrif á stjórn fyrirtækisins í gegnum atkvæðagreiðslu þrátt fyrir lítið eignarhald. Slíkt er mögulegt ef mæting annarra hluthafa eða þátttaka á hluthafafundi er léleg eða ef fjárfestar ákveða fyrirfram með hvaða hætti þeir kjósa.<sup>98</sup> Það hafa þó verið færð rök á móti þessu. Má þar nefna rannsókn O'Brien og Waehrer en þeir töldu að ef stofnanafjárfestir nær að hafa áhrif á stjórn fyrirtækisins með þeim hætti að hækka verð myndi það einnig leiða til hagnaðar annarra samkeppnisaðila fyrirtækisins. Það gæti skapað svokallaðann farþegavanda (e. *Free-rider effect*). Myndu því aðrir fjárfestar sem einungis höfðu fjárfest í keppinautum fyrirtækisins hagnast betur heldur en fjárfestirinn sem hvatti til verðhækkunarinnar.<sup>99</sup>

Seinni aðferðin felur í sér að stofnanafjárfestar hafi áhrif á stjórn fyrirtækisins með því að hafa bein samskipti við stjórn.<sup>100</sup> Í rannsókn Azar kemur fram að ekki sé nauðsynlegt að það séu bein samskipti á milli stofnanafjárfesta og stjórnar fyrirtækjanna svo að hvatinn til virkrar samkeppni minnki. Stjórnendur geti sjálfviljugir tekið ákvarðanir sem þjóna hagsmunum stofnanafjárfesta. Það helgast af því að stofnanafjárfestar hafa oft mikil völd innan fyrirtækja, t.d. vegna stærðar þeirra. Einnig eru stjórnendur meðvitaðir um hverjir þessir fjárfestar eru og að þeir séu einnig eigendur í öðru fyrirtæki á sama markaði.<sup>101</sup> Þessi vitneskja geti leitt til þess að stjórnendur vilji þóknast hagsmunum stofnanafjárfesta og það geti haft áhrif á ákvarðanir þeirra. SE fjallaði um þessa hugsanlegu hegðun stjórnenda í ákvörðun sinni í máli nr. 8/2019 *Samruni N1 hf. og Festi hf.*<sup>102</sup> Þar aflaði eftirlitið gagna frá stærstu hluthöfum samrunaaðila, m.a. um samskipti á milli N1 og hluthafa félagsins. SE komst að þeirri niðurstöðu að tilteknir stærri hluthafar N1 hefðu betri betri aðgang að stjórn og stjórnendum félagsins heldur en almennir fjárfestar. Sýndi það fram á að umræddir hluthafar væru mikilvægari fyrir stjórn og umboð stjórnenda fyrirtækisins. Mætti því ætla að áhrif þeirra á stjórn fyrirtækisins væri mun meiri en annarra minni hluthafa. SE nefndi dæmi um að N1 hefði að eigin frumkvæði boðið stærstu hluthöfum reglulega til fundar. N1 tók hins vegar fram í athugasemdum sínum að ekki væri um mismunun að ræða enda væri það meginregla í íslenskum félagarétti að gæta jafnræði

<sup>97</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (n. 89) 22.

<sup>98</sup> Azar, Schmalz og Tecu (n. 12).

<sup>99</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (n. 89) 23.

<sup>100</sup> sama heimild 24.

<sup>101</sup> sama heimild 25.

<sup>102</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019.

meðal hluthafa. Hins vegar hefði verið meira samtal við ákveðna hluthafa þar sem að þeir hefðu velt meira fyrir sér ákveðnum atriðum en aðrir. N1 benti á að stjórn félagsins hefði sett sér ítarlegar starfsreglur þar sem fjallað væri um þagnar- og trúnaðarskyldu stjórnarmanna. Með þeim gætti félagið þess að viðkvæmar viðskiptaupplýsingar bærust ekki til óviðkomandi aðila.

### 5.3.3. Sameiginlegt eignarhald raskar ekki samkeppni?

Gerðar hafa verið rannsóknir sem benda til þess að sameiginlegt eignarhald dragi ekki úr virkri samkeppni. Þvert á móti sýna þær fram á að slíkt eignarhald geti að einhverju leyti verið til hagsbóta fyrir neytendur. Í rannsókn eftir hagfræðinginn Edmans et al er komist að þeirri niðurstöðu að fjárfestar sem eiga hlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði hafi í raun betri upplýsingar um fyrirtækin í þeirra eigu. Með þessari vitneskju hafi fjárfestirinn betri getu til að stjórna fyrirtækjunum með skilvirkari hætti.<sup>103</sup> Í grein sem ber nafnið “*Calm Down about Common Ownership*” eftir Thomas A. Lambert og Michael E Sykuta gagnrýna þeir nokkrar af þeim rannsóknum sem gerðar hafa verið um sameiginlegt eignarhald. Meðal þeirra rannsókna sem þeir gagnrýna er rannsókn José Azar, Martin C Schmalz og Isabel Tecu sem vikið var að hér að framan og tók til skoðunar á flugfargjöldum annars vegar og þjónustugjöldum banka hins vegar á bandarískum markaði. Í henni eru færð rök fyrir því að stofnanafjárfestar hafi betri möguleika á að hafa áhrif á stjórn fyrirtækjanna heldur en aðrir fjárfestar og að stjórnendur hafi hvata af því að taka hagsmuni stofnanafjárfesta fram yfir hagsmuni annarra fjárfesta. Þessu eru Thomas og Michael ekki sammála. Þeir benda á að oftar en ekki eru stofnanafjárfestar minnihlutaeigendur í viðkomandi fyrirtæki og stjórn fyrirtækisins myndi varla taka hagsmuni minnihlutaeiganda fram yfir hagsmuni meirihlutans. Því til stuðnings benda þeir á að stjórn fyrirtækis beri lagaleg skylda til þess að hámarka hagnað fyrirtækisins, til hagsbóta fyrir alla hluthafa. Ennfremur benda þeir á að stjórnendum fyrirtækja er oft veitt umbun fyrir góða afkomu og þar af leiðandi hafi þeir hvata til að standa sig betur en samkeppnisaðilarnir. Þeir telja að ólíklegt sé að stjórnendur taki hagsmuni stofnanafjárfesta fram yfir sína eigin hagsmuni.<sup>104</sup>

Í skýrslu frá OECD vegna fundar sem átti sér stað þann 26. september 2018 um sameiginlegt eignarhald er einnig fjallað um nokkra þætti sem benda til þess að sameiginlegt eignarhald geti

---

<sup>103</sup> Alex Edmans, Doron Levit og Devin Reilly, „The Effect of Diversification on Price Informativeness and Governance“ 43.

<sup>104</sup> Thomas Lambert og Michael Sykuta, „Calm Down about Common Ownership“ (2018) 41 (3) Regulation 28, 4–5.

haft jákvæð áhrif á samkeppni. Slíkt á við í samrunum þar sem stofnanafjárfestar fara með eignarhald í bæði yfirtökufélaginu og því yfirtekna en í þeim tilvikum getur slík staða hjálpað við upplýsingaflæði á milli fyrirtækjanna.<sup>105</sup> Í þessu samhengi ber einnig að líta til rannsóknar hagfræðinganna Brooks, Chen og Zeng á samrunum og yfirtökum á fyrirtækjum í Bandaríkjunum. Verðbréfasjóðir eru stórir fjárfestar á markaði í Bandaríkjunum og kemur því oft fyrir að sami sjóður eigi eignarhlut bæði í yfirtekna- og yfirtökufélaginu. Komist var að þeirri niðurstöðu að í þeim tilvikum þar sem fyrirtækin væru að hluta til í eigu sömu aðila væru samrunarnir oft af hærri gæðum.<sup>106</sup> Var talið að upplýsingaflæðið á milli félagana væri betra í þeim tilvikum sem leiddi til betri ákvarðanatöku og eyddir að hluta til ósamhverfum upplýsingum.<sup>107</sup>

Síðast má benda á rannsókn eftir Kaylu M. Freeman en rannsóknin kannar áhrif sameiginlegs eignarhalds á lóðréttum mörkuðum en þá er um að ræða fyrirtæki sem starfa á mismunandi framleiðslu- eða sölustigi. Hún er þeirrar skoðunar að ef stofnanafjárfestir á eignarhlut í fyrirtækjum sem starfa á sitthvoru framleiðslu- eða sölustigi geti það leitt til betri samvinnu á milli fyrirtækjanna og styrki samband á milli birgja og seljanda vörunnar.<sup>108</sup>

#### 5.4. Niðurstaða

Af ofangreindu virtu má sjá að skiptar skoðanir eru á því hvort að sameiginlegt eignarhald sé raunverulegt vandamál og einnig hversu mikið. Umfjöllunin hér á landi hefur einungis beinst að þeim neikvæðu áhrifum sem eignarhaldið getur haft í för með sér en erlendis hefur hún farið á báða boga, þ.e.a.s. það hafa verið færð rök fyrir því að sameiginlegt eignarhald eitt og sér leiði til röskunar á samkeppni en einnig hafa verið færð rök fyrir því að svo sé ekki raunin. Hér á eftir verður framkvæmd SE skoðuð og reynt að draga ályktun af því hvort og þá á hvernig eftirlitið hefur metið þau samkeppnislegu vandkvæði sem tengjast sameiginlegu eignarhaldi.

---

<sup>105</sup> „Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (n. 89) 28.

<sup>106</sup> Chris Brooks, Zhong Chen og Ye Qin Zeng, „Institutional Cross-Ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions“ Corporate Finance (forthcoming) <<https://papers.ssrn.com/abstract=2747036>> skoðað 17. mars 2019.

<sup>107</sup> Ósamhverfar upplýsingar (e. Asymmetric information) það er þegar að aðilar í viðskiptum hafa ekki sömu upplýsingar en það getur leitt til óskilvirkar niðurstöðu.

<sup>108</sup> Kayla Freeman, „The Effects of Common Ownership on Customer-Supplier Relationships“ (Social Science Research Network 15. júlí 2018) SSRN Scholarly Paper ID 2873199 2 <<https://papers.ssrn.com/abstract=2873199>> skoðað 16. mars 2019.

## 6. Valdheimildir SE til ihlutunar

Samkvæmt 8. gr. smkl. er það hlutverk SE að fylgjast með þróun á samkeppnis- og viðskiptaháttum á einstökum mörkuðum í íslensku viðskiptalífi og kanna stjórnunar- og eignatengsl á milli fyrirtækja. Þetta skal gert m.a. í því skyni að meta hvort í íslensku viðskiptalífi sé að finna einkenni hringmyndunar, óæskilegra tengsla eða valdasamþjöppunar sem takmarkað geta samkeppni. SE skal þá birta skýrslur um athuganir sínar og grípa til aðgerða til að stuðla að virkri samkeppni þar sem það er nauðsynlegt.

Þær hefðbundnu leiðir fyrir SE til að vinna gegn samkeppnishömlum er framkvæmd á grundvelli bannreglna smkl. Eru það þær reglur sem banna samkeppnishamlandi samráð, sbr. 10. gr. smkl, misnotkun á markaðsráðandi stöðu, sbr. 11. gr. smkl. Auk heimildar til þess að grípa inn í samruna sem raskar samkeppni, sbr. 17. gr. smkl.<sup>109</sup>

Íhlutun SE vegna eignarhalds lífeyrissjóða á fleiri en einum keppinauti á sama markaði hefur í öllum tilvikum komið til skoðunar vegna samruna á grundvelli 17. gr. smkl.<sup>110</sup> Samkvæmt 17. gr. smkl. telst samruni hafa átt sér stað þegar breyting verður á yfírráðum til frambúðar. Samkvæmt b-lið ákvæðisins getur samruni m.a. falist í því að fyrirtæki tekur annað fyrirtæki yfir og skv. c-lið þegar fyrirtækið nær yfírráðum í heild eða hluta yfir öðru fyrirtæki, t.d. með því að kaupa hluta af eignum þess eða þær allar. Í 17. gr. c. smkl. er kveðið á um hið efnislega mat sem leggja ber á samruna fyrirtækja. Er það svohljóðandi:

Telji Samkeppniseftirlitið að samruni hindri virka samkeppni með því að markaðsráðandi staða eins eða fleiri fyrirtækja verði til eða slík staða styrkist, eða verði til þess að samkeppni á markaði raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti, getur stofnunin ógilt samruna.

Núgildandi smkl. var breytt með lögum nr. 94/2008. Fólst breytingin í auknu svigrúmi til efnislegs mats á samkeppnislegum áhrifum samruna. Í frumvarpinu kemur fram að ein af ástæðum fyrir þessari breytingu hafi verið eftirfarandi:

Það er hins vegar ljóst að samruni getur undir vissum kringumstæðum raskað samkeppni þrátt fyrir að að hann skapi ekki eða styrki markaðsráðandi stöðu eins eða fleiri fyrirtækja, sbr. nánar hér á eftir. Af þessu leiðir að ef samrunareglur heimila

---

<sup>109</sup> Samkeppniseftirlitið, „Markaðsrannsókn á Eldsneytismarkaðnum Frummatsskýrsla“ (nóvember 2015) 2/2015 17 <<https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2015/Frummatsskyrsla--Markadsrannsokn-a-eldsneytismarkadi.pdf>>.

<sup>110</sup> Landslög (n. 4) 7.

einungis inngríp í samruna sem styrkir eða myndar markaðsráðandi stöðu getur það leitt til þess að samkeppnishamlandi samrunar nái fram að ganga með tilheyrandi tjóni fyrir atvinnulífið og almenning. Sökum þessa er að finna í samrunareglum ýmissa ríkja víðtækari heimildir til þess að vinna gegn samkeppnishömlum sem stafa af samruna. Í t.d. Bandaríkjunum, Kanada og Bretlandi er unnt að ógilda samruna sem raskar samkeppni með umtalsverðum hætti.<sup>111</sup>

Þessi breyting var talin sérstaklega mikilvæg vegna þeirra fákeppni sem ríkir hér á landi. Samkvæmt frumvarpinu ber að skýra 17. gr. c. smkl með hliðsjón af EES/ESB-samkeppnisrétti en í frumvarpinu segir: „Er við það miðað að samkeppnisyfirvöld hafi sem endranær hliðsjón af EES/EB-samkeppnisrétti við túlkun á íslenskum samrunareglum”.<sup>112</sup> Getur því SE nú gripið til íhlutunar vegna samruna á grundvelli 17. gr. smkl. ef samruninn:

- Skapar eða styrkir markaðsráðandi stöðu eins fyrirtækis,
- skapar eða styrkir markaðsráðandi stöðu tveggja eða fleiri fyrirtækja (sameiginleg markaðsráðandi staða), eða
- hefur þau áhrif að samkeppni raskist að öðru leyti með umtalsverðum hætti.<sup>113</sup>

Samkeppnishömlur eiga ekki einungis rót sína að rekja til brota á framangreindum reglum heldur geta þær einnig stafað af tilteknum aðstæðum á markaði eða af háttsemi fyrirtækja.<sup>114</sup> Af þessum sökum hafa sum ríki talið að rétt sé að setja reglur sem veita samkeppnisyfirvöldum heimildir umfram það sem felst í beitingu bannreglna og íhlutunar vegna samruna. Einkennast slíkar reglur á því að þær heimila yfirvöldum að horfa á markaði í heild sinni og miða að því að bæta virkni þeirra til frambúðar.<sup>115</sup> Með lögum nr. 14/2011 var SE veitt aukin heimild til þess að grípa til aðgerða ef eftirlitið taldi slíkt nauðsynlegt í því skyni að efla samkeppni.<sup>116</sup> Í frumvarpi því er varð að lögnum er bent á að samkeppnishömlur geti leitt af öðrum atriðum en samruna eða brotum fyrirtækja á bannreglum smkl. Í því sambandi var nefnd sú staða að fyrirtæki í mikilli yfirburðarstöðu á viðkomandi markaði gæti að óbreyttu útilokað eða takmarkað að verulegu leyti samkeppni. Í þeim tilvikum „felst hið samkeppnislega vandamál ekki í brotlegri hegðun viðkomandi fyrirtækis heldur í því að yfirburðaraðstaða þess sem slík raskar samkeppni“ Dæmi um þetta er háttsemi fyrirtækja sem starfa á fákeppnismarkaði en er þá auðveldara fyrir þau að stunda þegjandi samhæfingu án þess að háttsemin feli í sér samskipti á milli fyrirtækjanna sem fellur undir 10. gr. smkl. Í frumvarpinu kemur fram að röskun á samkeppni af þessu tagi getur haft jafn alvarlegar afleiðingar fyrir neytendur og sú takmörkun

<sup>111</sup> Alþt. 2007-2008, A-deild, þskj. 135 3376.

<sup>112</sup> sama heimild.

<sup>113</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 42/2017, 8. desember. 2017 89.

<sup>114</sup> Samkeppniseftirlitið, „Markaðsrannsókn á Eldsneytismarkaðnum Frummatsskýrsla“ (n. 109) 17.

<sup>115</sup> sama heimild 18.

<sup>116</sup> alþt. 2010-2011, A-deild, þskj. 144-131 mál.



á samkeppni sem leiðir af broti á bannreglum samkeppnislaga. Þessi aukna heimild í samkeppnislögunum á að vinna gegn samkeppnishömlum af þessum toga. Í henni felst að:

veitt er heimild til þess að breyta tilteknu ástandi eða háttsemi á markaðnum til frambúðar í því skyni að bæta virkni viðkomandi markaðar og efla samkeppni almenningi og atvinnulífinu til hagsbóta. Úrræði þessi eru þannig til viðbótar við bann- og samrunareglur samkeppnisréttarins og eru sett til þess að unnt sé að bregðast við hvers konar háttsemi eða aðstæðum sem takmarka samkeppni og skaða þar með kjör almennings.<sup>117</sup>

Þessi aukna heimild SE kemur fram í núgildandi c-lið 1. mgr. 16. gr. smkl. sem er svohljóðandi:

Samkeppniseftirlitið getur gripið til aðgerða gegn aðstæðum eða háttsemi sem kemur í veg fyrir, takmarkar eða hefur skaðleg áhrif á samkeppni almenningi til tjóns. Með aðstæðum er m.a. átt við atriði sem tengjast eiginleikum viðkomandi markaðar, þ.m.t. skipulag eða uppbyggingu fyrirtækja sem á honum starfa. Með háttsemi er átt við hvers konar atferli, þ.m.t. athafnaleysi, sem á einhvern hátt hefur skaðleg áhrif á samkeppni á markaði þrátt fyrir að ekki sé brotið gegn bannákvæðum laganna.

Segir í 2. mgr. ákvæðisins að íhlutun skv. c – lið 1. mgr. 16. gr. geti falið í sér hverjar þær ráðstafanir sem það telur nauðsynlegt sé til að efla samkeppni, stöðva brot eða bregðast við athöfnum opinberra aðila sem kunna að hafa skaðleg áhrif á samkeppni. SE hefur því heimild til þess að beita íhlutun þrátt fyrir að fyrirtæki hafi ekki gerst brotlegt við bannreglum smkl. eða um sé að ræða samkeppnishamlandi samruna.

## 6.1. Framkvæmd SE

### 6.1.1. Íhlutun SE á grundvelli 10. gr. og 16. gr. smkl.

SE hefur hvorki beitt c-lið 1. mgr. 16. gr. smkl. né 10. gr. smkl. í ákvörðun sem fjallar um sameiginlegt eignarhald. Í ákvörðun SE í máli nr. 23/2008 *Kaup Orkuveitu Reykjavíkur á hlut í Hitaveitu Suðurnesja* beitti eftirlitið hins vegar íhlutun á grundvelli 8., 10., og 16. gr. smkl. vegna eignarhalds fyrirtækis í keppinauti sínum. Eins og greint er frá hér að framan var SE þó ekki með eins víðtækar heimildir í 16. gr. smkl. fyrir gildistöku laga nr. 14/2011. Málsatvik voru þau að íslenska ríkið seldi hlut sinn í Hitaveitu Suðurnesja (hér eftir HS) og í kjölfarið eignaðist Orkuveita Reykjavíkur (hér eftir OR), helsti keppinautur HS, 15% hlut í HS. Tók þá SE viðskiptin til athugunar.<sup>118</sup> Eins og að ofangreindu kemur fram að þá er í 16. gr. smkl. að finna heimild fyrir SE til þess að grípa til aðgerða gegn samningum og hvers konar athöfnum

<sup>117</sup> sama heimild.

<sup>118</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 23/2008, 16. apríl 2008.

sem geta haft skaðleg áhrif á samkeppni og sem brjóta í bága við lög, fellur brot á 10. gr. smkl. þar undir. Í niðurstöðum sínum benti SE á að gerningar sem leiða af sér að fyrirtæki eigi eignarhlut í keppinauti sínum séu ólögmatir ef sá hlutur leiðir til þess að þá geti eigandi haft áhrif á háttsemi keppinautar síns, sem gæti leitt til röskunar á samkeppni á þeim mörkuðum sem þeir keppa á.<sup>119</sup> SE komst að þeirri niðurstöðu að eignarhlutur OR í HS varð til þess að OR hafði tök á því að hafa áhrif á starfsemi og stjórnun HS sem leiddi til brots á 10. gr. smkl. Bendir eftirlitið á að:

Til þess að eignarhluturinn raski ekki samkeppni þarf hann að vera svo lágur að hvorki fylgi honum stjórnunaráhrif né slík hagnaðarhlutdeild að hætt sé við að hún hafi áhrif á ákvarðanatöku stjórnenda fyrirtækis. Að virtum öllum framangreindum sjónarmiðum er það mat Samkeppniseftirlitsins að OR eigi ekki að vera heimilt að eiga stærri eignarhlut í HS en sem nemur 3%.

Eins og að framangreindu kemur fram þá er eignarhaldið í viðskiptum þessa aðila ekki sameiginlegt eignarhald heldur er um að ræða beint eignarhald fyrirtækis í keppinauti sínum. Hins vegar hefur þessi ákvörðun þýðingu við skoðun á íhlutun SE vegna sameiginlegs eignarhalds þar sem SE hefur nefnt það í nokkrum ákvörðunum sínum sem varða sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóði að ákvæði 10. gr. smkl. gildi að fullum fetum um starfsemi lífeyrissjóða.<sup>120</sup> Í ákvörðun SE í máli nr. 7/2014 *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóteli ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf* vitnar SE í mál þetta og bendir á að það:

gefur til kynna að lífeyrissjóðir og aðrir fjárfestar ættu að varast að eiga samkeppnislega mikilvæga eignarhluti í keppinautum sem starfa á sama eða tengdum mörkuðum. Á þetta sérstaklega við þegar um er að ræða fákeppnismarkaði.<sup>121</sup>

Færa má rök fyrir því að mögulegt sé að SE gæti einnig beitt íhlutun gegn sameiginlegu eignarhaldi á grundvelli 10. gr. smkl. ef gerður er samningur á milli tveggja fyrirtækja sem leiðir til sameiginlegs eignarhalds á markaðinum. Ef dæmi er tekið um tvö fyrirtæki sem eiga í viðskiptum, þau eru ekki keppinautar heldur er annað fyrirtækið stofnanafjárfestir eins og t.d. lífeyrissjóður. Fyrirtækin gera með sér samning sem felur í sér að lífeyrissjóðurinn eignast hlut í hinu fyrirtækinu. Undir venjulegum kringumstæðum myndi slíkur samningur að öllum líkindum ekki hafa nein slæm áhrif á samkeppni og því ekki falla undir 10. gr. smkl. Þó ef að

---

<sup>119</sup> sama heimild 5.

<sup>120</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitið nr. 22/2015, 2. september 2015; Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 26/2016, 16. September 2016

<sup>121</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 7/2014, 31. mars 2014.

lífeyrissjóðurinn ætti hlut í öðru fyrirtæki á sama markaði fyrir kaupin að þá má færa rök fyrir því að slíkur samningur gæti a.m.k. verið til þess fallinn að hafa skaðleg áhrif á samkeppni. ef að samningurinn leiðir til þess að sjóðurinn eigi þá eftir kaupin samkeppnislega mikilvægan hlut í báðum keppinautum.

### *6.1.2. Íhlutun SE á grundvelli 17. gr. smkl.*

Ákvörðun SE í máli nr. 1/2011 *Kaup Framtakssjóðs Íslands slhf. á Eignarhaldsfélaginu Vestia ehf.*

Voru þar kaup FSÍ á Eignarhaldsfélaginu Vestia ehf. (hér eftir Vestia), sem er dótturfélag NBI hf. (hér eftir NBI), skoðuð. Samhengisins vegna er rétt að benda á að í þessu máli kom SE inn á það hvort ákvæði smkl. tæki með beinum hætti til allra starfspátta lífeyrissjóða sökum tengsla þeirra við starfskjör launafólks, sbr. 2. mgr. 2. gr. smkl. Málið varðaði hins vegar ekki þá starfsemi lífeyrissjóða sem kemur að skyldutryggingu lífeyrisþega með óbeinum hætti heldur varðaði málið m.a. fjárfestingar lífeyrissjóða í fyrirtækjum í atvinnuskyni. Lék því engin vafi á því hvort sú starfsemi félli undir gildissvið smkl.<sup>122</sup> Með samrunanum eignaðist FSÍ allt hlutafé í Vestia og meirihluta hlutafjár Icelandic Group hf.<sup>123</sup> SE bendir á í niðurstöðum sínum að við þær aðstæður sem ríktu hér á landi eftir efnahagshrunið 2008 væru lífeyrissjóðir í mjög sterkri stöðu. Hverjum launamanni væri skylt að lögum að greiða í sjóðina og væri því mikið fjármagn sem streymdi í gegnum þá. Þol lífeyrissjóða til þess að bíða eftir að fá fjármagn sitt til baka er því mikið. Samningstaða sjóðanna verður betri þegar að fjárfestum fækkar og eignaverð var almennt lágt. Allt þetta skapaði eigendum FSÍ, og lífeyrissjóðum sjálfum, mjög sterka stöðu í atvinnulífinu. Benti SE þá á að þær ákvarðanir sem lífeyrissjóðir taka í tengslum við fjárfestingar sínar geti haft mikla þýðingu fyrir eðli og uppbyggingu íslensks atvinnulífs til frambúðar. Einnig taldi eftirlitið að með þessu gæti:

Skapast jafnframt ákveðin hætta á því að fjárfestingar FSÍ hafi áhrif á fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna sjálfra þannig að þeir t.a.m. haldi að sér höndum hvað varðar kaup á skuldabréfum útgefnum af keppinautum þeirra fyrirtækja sem FSÍ hefur yfirráð yfir eða á eignarhlut í. Starfsemi FSÍ getur þannig falið í sér hvata fyrir stærstu fjárfesta Íslands til þess að haga fjárfestingastefnu sinni með þeim hætti að dregið sé úr samkeppni.

Gæti þetta stuðlað að óhepplegri blokkamyndun í íslensku atvinnulífi. Í ræðu Páls Gunnars Pálssonar, forstjóra SE um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf á morgunverðarfundi hinn 15.

<sup>122</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2011, 14. janúar 2011.

<sup>123</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 1/2011, 14. janúar 2011.

nóvember 2013 er sambærileg umfjöllun. Þar bendir hann á að mikil áhætta stafi af því að viðskiptablokkir myndist í tengslum við framtaksjóði á vegum lífeyrissjóða. Taldi hann að líklegt væri að „sjóðsstjórar á vegum verðbréfafyrirtækis sem vinna hlið við hlið en stýra hagsmunum mismunandi fyrirtækja, freistist til þess að hvetja hvern annan til gagnkvæmra viðskipta. Með þessu móti eru fyrirtæki sem standa fyrir utan blokkirnar útilokuð frá viðskiptum.“<sup>124</sup>

Í niðurstöðu SE í framangreindu samrunamáli tekur eftirlitið eftirfarandi fram:

Almennt er það svo að lífeyrissjóðir hafa ekki tekið mjög virkan þátt í stjórnun fyrirtækja. Þannig hefur mikill minnihluti þeirra lífeyrissjóða sem að FSÍ standa skipað fulltrúa sína í stjórnun fyrirtækja. Þó er ljóst að þegar lífeyrissjóðirnir eignast allt hlutafé í eignarhaldsfélagi á borð við Vestia þurfa lífeyrissjóðirnir að skipa félaginu stjórn. Er því ljóst að lífeyrissjóðirnir munu taka umtalsvert meiri þátt í stefnumótun og ákvarðanatöku í viðskiptalífínu á næstu misserum.

Með vísan til framangreinds var það niðurstaða SE að samruninn myndi leiða að óbreyttu til röskunar á samkeppni. Samkeppnislegu vandkvæðin sem voru talin felast í samrunanum voru eftirfarandi:

- Hættu á að viðkvæmar rekstrarupplýsingar berist á milli keppinauta.
- Hættu á að hlutast sé til um að fyrirtæki undir yferráðum FSÍ beini viðskiptum sínum til annarra fyrirtækja undir yferráðum FSÍ eða eigenda FSÍ og útiloki þar með keppinauta frá mikilvægum viðskiptum.
- Hættu á að lífeyrissjóðir eða NBI fjármagni viðvarandi taprekstur yfirtekens fyrirtækis og stjórnendur þess hafi ekki sömu hvata og áður til þess að reka fyrirtækið skynsamlega.
- Hættu á að NBI mismuni í viðskiptum sínum eða fjárfestingum þannig að félög undir yferráðum FSÍ njóti betri eða verri viðskiptakjara en ætla mætti að óskyldur aðili myndi njóta.
- Hættu á að FSÍ beini viðskiptum sínum eða dótturfélaga sjóðsins til NBI án þess að málefnalegar forsendur búi þar að baki.
- Hættu á að fjárfestingar lífeyrissjóðanna og lánaþyrirgreiðslur NBI taki mið af hagsmunum FSÍ af gengi tiltekinna atvinnufyrirtækja umfram önnur.

Að mati eftirlitsins var talið nauðsynlegt að setja samrunanum skilyrði á grundvelli 17. gr. smkl til þess að koma í veg fyrir ofangreind vandkvæði. Skilyrði sem sett voru til þess að koma í veg fyrir þessa hugsanlegu samkeppnisröskun voru m.a. eftirfarandi:

- Við skipan stjórnar FSÍ, félaga undir yferráðum sjóðsins og fyrirtækja sem hann á hlut í þurfti að stuðla að samkeppnislegu sjálfstæði félaganna. M.a. með því að

---

<sup>124</sup> Páll Gunnar Pálsson, „Samkeppni og hlutverk lífeyrissjóða“ (n. 38).

meirihluti stjórnarmanna í FSÍ þurfti vera óháður lífeyrissjóðum sem áttu hlut í sjóðnum. Telst stjórnarmaður óháður ef hann er ekki starfsmaður eða stjórnarmaður hjá lífeyrissjóðum sem eiga hlut í FSÍ eða fyrirtækjum sem þeir eiga meira en 5% eignarhlut í.

- Rekstur félaga undir yferráðum FSÍ þurfti að vera byggður á viðskiptalegum forsendum.
- Tryggja þurfti sjálfstæði félaga sem voru undir yferráðum FSÍ og á þeim mörkuðum sem félögin starfa á. Það átti að tryggja m.a. með því að stjórn og starfsmönnum FSÍ væri óheimilt að grípa til ráðstafana sem gátu dregið úr viðskiptalegu sjálfstæði félaga undir yferráðum FSÍ eða takmarkað samkeppni á þeim mörkuðum sem félögin starfa á.
- Tryggja þurfti að eignaraðild NBI að FSÍ hefði ekki áhrif á viðskiptastefnu og samkeppnislegt sjálfstæði félaga undir yferráðum sjóðsins eða sakaða samkeppni á fjármálamarkaði.
- Tryggja þurfti að fjárfestingar FSÍ hefðu ekki áhrif á fjárfestingastefnu eigenda FSÍ og að fjárfestingar lífeyrissjóða hefðu ekki áhrif á stefnu FSÍ. Þurftu lífeyrissjóðirnir og FSÍ að byggja fjárfestingar sínar á viðskiptalegum grunni.

Í ákvörðunar orðunum segir einnig að markmið ákvörðunarinnar sé að sporna gegn skaðlegum hagsmunatengslum eða öðrum samkeppnishindrunum sem stafað geta af ofangreindu eignarhaldi.

Ákvörðu SE í máli nr. 7/2014 *Kaup Bekei hf. á Bakkanum vöruhóтели ehf., ELKO ehf., EXPO Kópavogi ehf., ISP á Íslandi ehf., Kaupási ehf. og fasteignum í eigu Smáragarðs ehf.*<sup>125</sup>

Þar var fjallað um kaup SF V slhf. eignarhaldsélags og dótturélags SF V, Beiki hf. á félögum í eigu Norvikur hf. SE benti á að í kjölfar kaupanna myndu lífeyrissjóðir verða á meðal helstu fjárfesta í SF V og taldi eftirlitið að það kynni að hafa neikvæð samkeppnisleg áhrif þar sem það leiddi til mjög sterkrar stöðu SF V sem fjárfestir á íslenskum markaði. Vísaði SE til 8. gr. smkl. sem kveður á um hlutverk eftirlitsins til að fylgjast með þróun óaskilegra eignatengsla, valdasambjöppunar og hringmyndunar í íslensku viðskiptalífi. Í ákvörðuninni benti SE á eftirfarandi:

sérstaða lífeyrissjóða gagnvart t.d. einkafjárfestum getur leitt til þess að stjórnun félaga í eigu margra lífeyrissjóða verði ómarkviss, óskýr og forystulaus. Eignarhald lífeyrissjóða í félögum í gegnum milliliði kann að auka enn á óskýrleika í eignarhaldi. Kann sú staða að leiða til röskunar á samkeppni.<sup>126</sup>

Í niðurstöðunni var vísað til þess að í kjölfar samrunans myndi einn af stærstu hluthöfum SF V og SÍA II, Gildi lífeyrissjóður, eiga samkeppnislega mikilvægan eignarhlut í tveimur helstu

<sup>125</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 7/2014, 31. mars 2014.

<sup>126</sup> sama heimild 18.

keppinautum dagvörumarkaðarins. SE taldi að samkeppnislegu vandamálin sem leitt gætu af samrunanum væru eftirfarandi:

- Hættu á að eignarhlutir hluthafa SF V í keppinautum leiði af sér óæskilega hvata sem draga úr samkeppni á þeim mörkuðum sem dótturfélögin starfa á.
- Hættu á að eignatengsl aðila sem eru tengdir viðskiptunum leiði af sér blokkarmyndun og útiloki þar með keppinauta frá mikilvægum viðskiptum eða leiði til þess að félög innan blokkarinnar njóti viðskiptakjara sem ætla megi að ótengdur aðili myndi ekki njóta.
- Hættu á að viðkvæmar viðskiptaupplýsingar berist á milli aðila sem eru tengdir viðskiptunum og fyrirtækja tengdum þeim.
- Hættu á myndum óæskilegra stjórnunartengsla á milli dótturfélaganna, keppinauta og viðskiptavina þeirra.

Í ljósi ofangreinds var það niðurstaða SE að setja samrunanum skilyrði á grundvelli 17. gr. smkl.<sup>127</sup> Skilyrðin sem eftirlitið setti samrunanum voru með sama hætti og þau sem sett voru í fyrrgreindri ákvörðun í máli nr. 1/201. Það gefur til kynna að eftirlitið sé með ákveðin atriði í huga sem það telur að takmarki mögulega röskun á samkeppni vegna sameiginlegs eignarhalds.

Ákvörðun SE í máli nr. 22/2015 *Kaup SF VII slhf. á hlut í kynnisferðum hf.*<sup>128</sup>

Í málinu er fjallað um breytingu á yferráðum á Kynnisferðum ehf. (hér eftir Kynnisferðir) vegna sameiginlegra yferráða Ölfu hf. (hér eftir Alfa) og SF VII ehf. (hér eftir SF VII) á Kynnisferðum. SE taldi þörf á að rannsaka samrunann vegna samkeppnislegra áhrifa hans á grundvelli 1. mgr. 17. gr. smkl. Í kjölfar fjárfestingar SF VII í Kynnisferðum yrðu helstu eigendur fyrirtækisins lífeyrissjóðir og aðrir fagfjárfestar. Í því sambandi benti SE á eftirfarandi:

Á hluta af þeim samkeppnismörkuðum sem mál þetta varðar, verður sú staða uppi að sömu lífeyrissjóðirnir komi að fleiri en einu fyrirtæki á sama samkeppnismarkaðnum. Hjá Samkeppniseftirlitinu liggur fyrir erindi er varðar breytingu á yferráðum hjá einum af helsta samkeppnisaðila Kynnisferða á markaði fyrir alhliðþjónustu hópferðabíla, Allrahanda. Í báðum tilvikum er um að ræða að fjárfestingarfélag í rekstri sjóðastýringarfyrirtækis sem kaupir minnihluta í fyrirtækjunum og verður aðili að hluthafasamkomulagi sem veitir því aðild að sameiginlegum yferráðum. Eftir afgreiðslu þessara erinda verða hluthafar í þessum fjárfestingarfélögum nokkrir af stærstu fagfjárfestum landsins og fara þá sömu lífeyrissjóðirnir með um þriðjung af hlutafé í fjárfestingarfélögunum.

<sup>127</sup> sama heimild 30.

<sup>128</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 22/2015, 2. september 2015.

Í málinu komst SE að þeirri niðurstöðu að kaup SF VII á hlut í Kynnisferðum fæli í sér samruna í skilningi samkeppnislaga og með vísan til ofangreinds bæri því að grípa til íhlutunar vegna neikvæðra samkeppnislegra áhrifa í kjölfar hans. Neikvæðu samkeppnislegu áhrifin væru m.a. að eftir samrunann myndu sömu lífeyrissjóðirnir fara með um þriðjung af hlutfé í fjárfestingarfélagunum. Með skilyrðunum var því tryggt að þeir hluthafar sem ættu hlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama samkeppnismarkaði fengu ekki viðkvæmar viðskiptaupplýsingar í hendurnar. Veiting slíkra upplýsinga gæti að mati SE raskað samkeppnislegu sjálfstæði fyrirtækjanna og skapað rangan hvaða í samskeppni milli þeirra á markaði.

Ákvörðun SE í máli nr. 42/2017 *Samruni Fjarskipta hf. og 365 miðla hf.*

Málið varðaði kaup Fjarskipta hf. (hér eftir Vodafone) á eignum og rekstri 365 miðla hf. (hér eftir 365). Félagið 365 var að mestu leyti í einkaeigu en hluthafar Vodafone að mestu leyti innlendir fagfjárfestar. Fjórir stærstu hluthafar Vodafone voru lífeyrissjóðir. Í ákvörðuninni benti SE á þá staðreynd að framangreindir lífeyrissjóðir væru einnig fjórir strærstu hluthafar Símans hf. (hér eftir Síminn). Síminn er stærsti keppinautur Vodafone á fjarskiptamarkaði og sameiginlegt eignarhald á umræddum markaði myndi því aukast mikið eftir samrunann.<sup>129</sup> Niðurstaða SE var eftirfarandi:

að hið sameinaða fyrirtæki, ásamt Símanum, muni koma til með að hafa mikla fjárhagslega og efnahagslega yfirburði í samanburði við keppinauta sína. Því til viðbótar eru, og verða, umtalsverð eignatengsl á milli þessara væntanlega tveggja langstærstu aðila á íslenskum fjarskiptamarkaði. Þegar þessi staða er virt í samhengi við háa markaðshlutdeild þessara samrunaaðila á mörkuðum málsins er ljóst að styrkleiki hins sameinaða fyrirtækis verður mikill.

Til þess að draga úr samkeppnishindrunum sem gætu leitt af sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða í Vodafone og Símanum féllst Vodafone á íþyngjandi skilyrði sem eiga að tryggja samkeppnislegt sjálfstæði stjórnar og lykilstarfsmanna. Einnig voru sett skilyrði til að tryggja að viðkvæmar viðskiptaupplýsingar bærust ekki á milli hluthafa sem eiga eignarhlut í keppinautum Vodafone.

---

<sup>129</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 42/2017, 8. desember. 2017.

Ákvörðun SE í máli nr. 8/2019, *Samruni N1 hf. og Festi hf.*<sup>130</sup> og Ákvörðun SE í máli nr. 9/2019 *Samruni Haga hf. Ólíuverzlunar Íslands hf. og DGV ehf.*<sup>131</sup>

Þann 2. apríl 2019 birti SE tvær ákvarðanir í málum vegna fyrirhugaðra samruna á tveimur mikilvægum mörkuðum þ.e. eldsneytis- og dagvörumarkaði. Sú fyrrgreinda, þ.e. nr. 8/2019, varðar kaup N1 hf. (síðar Festi hf.) á öllu hlutafé Festi hf. (síðar Hlekks ehf.). Festi rekur meðal annars verslanir Krónunnar og er næststærsti smásali dagvöru á landinu. N1 er stærsti smásali eldsneytis á Íslandi. Seinni ákvörðunin, þ.e. nr. 9/2019, varðar kaup Haga hf. (hér eftir Hagar) á öllu hlutafé Ólíuverzlunar Íslands hf. (hér eftir Olís). Hagar reka verslanirnar Bónus og Hagkaup og er stærsti smásali landsins á dagvörum. Olís er einn stærsti smásali eldsneytis á Íslandi, og DGV ehf. (hér eftir DGV) er fasteignafélag. SE komst að þeirri niðurstöðu í báðum málunum að um samruna í skilningi 17. gr. smkl. væri að ræða og kæmu þeir því til athugunar eftirlitsins á grundvelli samrunareglna samkeppnislaga.

Við rannsókn á sameiginlegu eignarhaldi í ofangreindum samrunamálum og áhrifum þess á umrædda markaði leit SE til beggja samruna við rannsókn sína. Ástæðan fyrir því er sú að félögin starfa á sömu mörkuðum og uppbygging á starfsemi þeirra áþekk. Það lá því fyrir að eignarhald og landslagið á undirliggjandi mörkuðum myndi breytast töluvert yrðu báðir samrunar samþykktir. SE tók saman tíu helstu eigendur sem eiga eignarhlut í samrunaaðilum og keppinautum þeirra á dagvöru- og eldsneytismarkaði og í öllum tilvikum voru lífeyrissjóðir stórir eigendur.<sup>132</sup> SE komst að þeirri niðurstöðu að töluverð aukning væri á sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða á dagvörumarkaðinum eftir samrunann þá sérstaklega hjá tveimur stærstu keppinautum á dagvörumarkaði, Festi og Högum. Fyrir samrunann eiga hluthafar Festi um 46% í Högum en eftir samrunann er hlutfallið komið upp í 63%. Tvö af þremur stærstu olíufélögunum landsins eru að hluta til í eigu sömu fjárfesta og var því sameiginlegt eignarhald mikið á eldsneytismarkaðinum fyrir samrunann. Gildi á um 9% í N1 og 10% í Skeljungu, LSR á um 11% í N1 og 10% í Skeljungu og Stapi og Birta eiga um 4-6% í hvoru félagi.

Hluthafar Haga, sem eiga einnig umtalsverðan hlut í keppinautum á eldsneytismarkaði, myndu eftir kaupin verða eigendur Olís en fyrir samrunann var Olís í eigu einkafjárfesta. Þannig myndi sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða, sem hluthafar beggja olíufélaganna, eftir samrunann

<sup>130</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019.

<sup>131</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 9/2019, 2. apríl 2019.

<sup>132</sup> Þeir eru Gildi lífeyrissjóður, Lífeyrissjóður verzlunarmanna, Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins, Stapi lífeyrissjóður, Frjálsi lífeyrissjóðurinn, Birta lífeyrissjóður, Almenni lífeyrissjóðurinn, Festa lífeyrissjóður, Stefir hf. og Landsbréf hf.



aukast mikið en hlutur lífeyrissjóða í Olís væri eftirfarandi: Gildi myndi eignast um 12% í Olís og LSR myndi eignast 12%. Myndu síðan Stapi og Birta eiga 4-6% í öllum þremur félögunum þ.e. N1, Olís og Skeljungu. Lífeyrissjóður verzlunarmanna sem er stærsti eigandi N1 myndi með samrunanum eignast 7% í Olís. Af þessu má sjá að fyrir samrunana var sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða mikið og myndi aukast enn frekar yrðu þeir samþykktir.

Í báðum ákvörðunum benti SE á skýrslu sem eftirlitið gerði vegna markaðsrannsóknar um eldsneytismarkaðinn frá 30. nóvember 2015, nr. 2/2015 en þar var fjallað um eignatengsl á milli keppinauta á markaðnum.<sup>133</sup> Í ákvörðunum vitnaði eftirlitið í eftirfarandi texta úr skýrslunni:

Til þess að lágmarka skaðleg áhrif eignarhalds sömu aðila í keppinautum telur Samkeppniseftirlitið koma til greina að setja fram leiðbeiningar til banka, sparisjóða, lífeyrissjóða, sjóðsstýringarfyrirtækja, verðbréfa- og fjárfestingasjóða og annarra fjárfesta um eignarhald í tveimur eða fleiri keppinautum og þátttöku í stjórnun þeirra fyrirtækja. Tryggja þarf að eignarhaldið á oliufélögunum hafi ekki neikvæð áhrif á samkeppni. Ef sami aðili á það stóran hlut í tveimur eða fleiri félögum að það eignarhald hafi skaðleg áhrif á samkeppni kann að vera nauðsynlegt að viðkomandi minnki eignarhlut sinn niður í tiltekið hámark í öðrum hvorum keppinautum. Mikilvægt er að búa svo um hlutina að fyrirtæki á eldsneytismarkaði verði rekin þannig að ekki komi til hagsmunaárekstra við eigendur sem eiga í öðrum keppinautum á sama markaði.<sup>134</sup>

Til þess að varpa betri mynd á þau áhrif sem sameiginlegt eignarhald gæti haft aflaði SE upplýsinga um mætingu á hluthafafundi félaganna. Aðeins var horft til mætingar þeirra hluthafa sem eiga umtalsverða eignarhluti í keppinautum og stærstu fyrirtækjunum á mörkuðunum en sameiginlegt eignarhald er mikið á þessum mörkuðum. Var niðurstaðan eftirfarandi:

Í óskráðum félögum var hlutfall eiganda, af þeim sem mættu á hluthafafundi, og eiga í keppinaut 40-43% í tilfelli Festi og 44% í tilfelli Baskó. Hlutfall þeirra hluthafa sem mæta á hluthafafundi og eiga í keppinautum er umtalsvert hjá Högum og N1 en hefur það legið á bilinu 65% í tilfelli N1 og 94% í tilfelli Haga. Áætla má að þessi staða ágerist í kjölfar samruna N1 og Festi þar sem hlutfall hluthafa Skeljungs sem eiga í keppinauti á eldsneytismarkaði hækkar í kjölfar samrunans. Hið sama má segja um dagvörumarkaðinn en þar hækkar hlutfall hluthafa Festi sem eiga í Högum og Baskó eftir samruna. Þá felur samruninn það jafnframt í sér, líkt og áður segir, að stjórnskipulag eignarhalds í Festi breytist og verður sambærilegt eignarhaldi N1 fyrir

<sup>133</sup> „Frummatsskýrsla vegna markaðsrannsóknar á eldsneytismarkaði“ (Samkeppniseftirlitið 30. nóvember 2015) 2/2015 <<https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2015/Frummatsskyrsla--Markadsrannsokn-a-eldsneytismarkadi.pdf>> skoðað 5. október 2019.

<sup>134</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 8/2019, 2. apríl 2019.

samrunann. Þessi staða felur í sér að búast má við dræmari mætingu á hluthafafundi en áður og þar með auknum áhrifum þeirra hluthafa sem eiga eignarhluti í keppinautum.<sup>135</sup>

Sjónarmiðin sem rakin eru í andmælaskjali Festi til SE í málinu eru athyglisverð.<sup>136</sup> Festi tekur fram að sú þróun, að eignarhald stofnanafjárfesta á stórum fyrirtækjum hafi aukist, sé ekki séríslenskt fyrirbæri og ekki sé hægt að tengja það eingöngu við efnahagshrunið 2008. Í Bandaríkjunum eiga stofnanafjáfestar 80% af öllum hlutabréfum í fyrirtækjum í S&P 500 vísitölunni. Bendir Festi á að mögulegt vandamál á sameiginlegu eignarhaldi eða krosseignarhaldi verði ekki leyst í gegnum ákvarðanir í einstökum samrunamálum heldur þurfi að nálgast það heildstætt ef um raunverulegt vandamál sé að ræða. Einstakar ákvarðanir geti leitt til mismunar á milli fyrirtækja og bitnað á öðrum hluthöfum í þeim fyrirtækjum sem um ræðir. Einnig bendir Festi á eftirfarandi:

Ekki sé hægt að halda því fram að stjórnarháttum hér á landi hafi hrakað á undanförunum árum heldur þvert á móti mætti halda því fram að fagmennska og formlegheit við stjórn fyrirtækja hefði aukist samhliða aukinni eignaraðild stofnanafjáfesta. Slíkir fjáfestar geri jafnan mun meiri kröfur um að viðurkenndum stjórnarháttum sé fylgt í rekstri fyrirtækja.

Festi bendir á að það þurfi að skoða hvern hluthafa við mat á því hvort sameiginlegt eignarhald sé skaðlegt fyrir samkeppni en ekki hóp sambærilegra fjáfesta.<sup>137</sup>

Að mati SE leiðir þetta umtalsverða sameiginlega eignarhald lífeyrissjóða til hættu á því að hvatar sameinuðu félaganna og keppinauta þeirra til virkar samkeppni breytist. Einnig telur eftirlitið að sú einsleitni sem ríkir á umræddum mörkuðum sé til þess fallin að auðveldara er fyrir fyrirtækin að stunda þegjandi samhæfingu. Í sátt SE við Haga og Olís er brugðist við þessari röskun á samkeppni með eftirfarandi hætti:

- Kveðið er á um sjálfstæði stjórnar og lykilstarfsmanna Haga gagnvart keppinautum.
- Lagt er bann við því að tekið sé tillit til hagsmuna hluthafa í keppinautum við ákvarðanatöku.
- Kveðið á um að Hagar skuli setja sér samkeppnisstefnu og samkeppnisréttaráætlun.
- Kveðið á um sölu fimm eldsneytisstöðva til aðila sem líklegur er til þess að veita Högum og öðrum keppinautum umtalsvert samkeppnislegt aðhald, sbr. 13. gr. sáttarinnar, en aukið samkeppnislegt aðhald hefur jákvæð áhrif í þessu tilliti.

---

<sup>135</sup> sama heimild 308.

<sup>136</sup> sama heimild 287.

<sup>137</sup> sama heimild 288.

Í sátt SE við N1 og Festi er brugðist við þessari röskun á samkeppni með eftirfarandi hætti:

- Kveðið er á um sjálfstæði stjórnar og lykilstarfsmanna N1 gagnvart keppinautum.
- Lagt er bann við því að tekið sé tillit til hagsmuna hluthafa í keppinautum við ákvarðanatöku.
- Kveðið á um að N1 skuli setja sér samkeppnisstefnu og samkeppnisréttaráætlun.

Til viðbótar við framangreint fjallaði SE um eignarhald í Olíudreifingu ehf. Eignarhald fyrirtækisins hefur áður vakið áhyggjur hjá SE áður en eigendur fyrirtækisins eru Olís sem fer með 40% hlut og N1 sem fer með 60% hlut. Almennt er það viðhorf í samkeppnisrétti að mælt er gegn því að keppinautar á sama markaði reki saman fyrirtæki. Getur slíkt samstarf verið til þess fallið að stuðla að samkeppnishamlandi upplýsingaskiptum á milli keppinauta.<sup>138</sup>

SE vísaði til þess að vandinn vegna sameiginlegs eignarhalds lífeyrissjóða beindist ekki einungis að viðkomandi samrunum og samrunaaðilum. Af þeim sökum hafði SE samband við stærstu hluthafa sem eiga hlut í fleiri en einum keppinaut á hlutaðeigandi mörkuðum, þ.e. Lífeyrissjóð Starfsmanna ríkisins, Lífeyrissjóð verzlunarmanna og Gildi lífeyrissjóð. Í samskiptum þeirra við SE kom eftirfarandi fram:

hafa lífeyrissjóðirnir allir mótmælt því að tilefni væri til að grípa til sérstakra aðgerða umfram það sem gert hefði verið í fyrri málum vegna aukningar á sameiginlegu eignarhaldi sem leiði af samruna. Þrátt fyrir þessa afstöðu hafa sjóðirnir nefnt að til álita kæmi að þeir sjálfir gripu til tiltekinna ráðstafana sem að mati þeirra væru til þess fallnar að leysa úr þeim áhyggjum sem Samkeppniseftirlitið benti á í frummati sínu. Hugmyndir hvers og eins sjóðs eru keimlíkar en ekki samræmdar.

SE benti á að heimildir eftirlitsins til íhlutunar í samrunamálum beindist að þeim fyrirtækjum sem væru aðilar að samrununum. Íhlutun hefði áhrif á eigendur viðkomandi fyrirtækja en eftirlitið gæti þó ekki beitt íhlutun með beinum hætti á grundvelli samrunaákvæða smkl. gegn þeim eigendum sem standa að sameiginlegu eignarhaldi á keppinautum. Bein íhlutun gagnvart þeim væri möguleg á grundvelli c. liðar 1. mgr. 16. gr. smkl. og SE vísaði til þess að eftirlitið myndi leggja sérstakt mat á það hvort rökstuddur grunur væri fyrir því að sameiginlegt eignarhald á mörkuðum umræddra mála takmarkaði eða hefði skaðleg áhrif á samkeppni almennings til tjóns. SE myndi fylgjast náið með þeirri þróun sem er að eiga sér stað og eftir atvikum leggja mat á hvort ástæða sé til að hefja markaðsrannsókn á grundvelli c. lið 1. mgr. 16. gr. smkl. Slík athugun myndi beinast að því hvort þörf væri fyrir frekari aðgerðum en þeim sem kveðið er á um í sáttunum.

---

<sup>138</sup> Ákvörðun Samkeppniseftirlitsins nr. 9/2019, 2. apríl 2019.

Eftir að samrunarnir komust til framkvæmda beindi SE erindi til lífeyrissjóðanna þriggja<sup>139</sup> og vitnaði eftirlitið í vilja sjóðanna til þess að huga að starfsháttum sínum eins og greint er frá hér að framan. SE vísaði til þess að neðangreindar ráðstafanir gætu dregið úr skaðlegum áhrifum sameiginlegs eignarhalds:

- Tiltekið verklag við ákvarðanir um kaup eignarhluta sem fela í sér frekara sameiginlegt eignarhald.
- Verklag varðandi aðkomu viðkomandi lífeyrissjóðs að stjórnun félags á markaði þar sem sjóðurinn fer með sameiginlegt eignarhald.
- Verklag vegna samskipta við félög á markaði þar sem sjóðurinn fer með sameiginlegt eignarhald.
- Verklag varðandi stjórnun sjóðsins að því er varðar sameiginlegt eignarhald.

Í umræddum ákvörðunum er að lokum vísað til þess að „að þessi mál verði tekin til nánari skoðunar af hálfu Samkeppniseftirlitsins að fenginni nánari reynslu ”

Að ofangreindu virtu er ljóst að SE hyggst fylgjast náið með áhrifum sameiginlegs eignarhalds lífeyrissjóða á umræddum mörkuðum. SE hyggst einnig fylgjast náið með því hvort að skilyrðin, sem samrunaaðilar samþykktu í fyrrgreindum samrunamálum, ásamt þeim ráðstöfunum sem SE beindi til samrunaaðilanna dugi til þess að ryðja úr vegi þeim samkeppnislegu hindrunum sem leiða af hinu sameiginlega eignarhaldi. Lokaorð SE, um að málin verði tekin til nánari skoðunar „að fenginni nánari reynslu”, benda jafnframt til þess að SE telji ástæðu til þess að hefja markaðsrannsókn.

## 6.2. Niðurstöður

Af framangreindum ákvörðunum SE má sjá að eftirlitið fylgist náið með þeim samkeppnislegu vandkvæðum sem geta stafað af sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða. Draga má þá ályktun að SE sé með ákveðin atriði í huga sem það telur brýnt að lífeyrissjóðirnir og aðrir stofnanafjárfestar tileinki sér í viðskiptum sínum en skilyrðin í ákvörðunum eftirlitsins eru í flestum tilvikum þau sömu.

---

<sup>139</sup> Lífeyrissjóð Starfsmanna ríkisins, Lífeyrissjóð verzlunarmanna og Gildi lífeyrissjóð.

## 7. Lokaorð og umræður

Í ritgerð þessari hefur verið fjallað um sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða í atvinnufyrirtækjum á Íslandi og áhrif þess á samkeppni hér á landi. Í því sambandi er greint frá þeirri umfjöllun sem hefur átt sér stað hér á landi og erlendis. Umfjöllunin hefur aukist mikið hér á landi og þá sérstaklega í kjölfar efnahagshrunsins árið 2008 en fyrir hrunið voru lífeyrissjóðir frekar litlir hluthafar í sínum fjárfestingum. Í dag eru þeir meðal stærstu hluthafa skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Umræðan hér á landi hefur aðallega einblínt á neikvæðu áhrifin sem sameiginlegt eignarhald getur haft á samkeppni. Sjá má af ákvörðunum SE og öðrum úrlausnum eftirlitsins sem og skrifum annarra aðila að sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða er mikið áhyggjuefni. Sérstaklega hefur verið fjallað um að eignarhald af þessum toga sé skaðlegra á mörkuðum þar sem um mikla fákeppni og samþjöppun er að ræða en slíkt er algengt hér á landi. Niðurstöður erlendra fræðigreina og rannsókna eru ekki jafn einsleitar og hér á landi en skiptar skoðanir eru þar á því hvort að sameiginlegt eignarhald sé raunverulegt vandamál og einnig hversu mikið. Annars vegar eru erlendar rannsóknir sem benda til þess að það séu bein tengsl á milli sameiginlegs eignarhalds og röskunar á samkeppni, t.d. með hærri verðum. Hins vegar eru aðrar rannsóknir sem hafa sýnt fram á að sameiginlegt eignarhald raski í raun ekki samkeppni.

Vegna þeirrar sterku stöðu sem lífeyrissjóðirnir hafa í atvinnulífinu í dag hefur verið talið mikilvægt að þeir marki stefnu sína um það hvernig þeir ætli sér að beita sér sem hluthafar innan þeirra fyrirtækja sem þeir eiga hlut í. Sem dæmi hafa þrír stærstu sjóðir landsins, Lífeyrissjóður verzlunarmanna, Gildi lífeyrissjóður og Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins, sett sér hluthafastefnu þar sem þeir kveða á um hvernig aðkomu þeirra skuli háttáð í þeim fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í.

Í ofangreindum ákvörðunum SE í málum nr. 8/2019 og nr. 9/2019 fjallaði eftirlitið mjög ítarlega um sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða hjá hluthöfum samrunaaðilanna og annarra aðila á sömu mörkuðum. SE vísað til þess að það hygðst fylgjast náið með þróun sameiginlegs eignarhalds lífeyrissjóða og eftir atvikum hvort ástæða væri til þess að hefja markaðsrannsókn á grundvelli c. lið 1. mgr. 16. gr. smkl. Einnig má velta því upp hvort að SE geti mögulega beitt 10. gr. smkl. vegna samninga sem gerðir eru á milli lífeyrissjóða og fyrirtækja sem leiða til þess að sameiginlegt eignarhald skapist á markaði.

Af öllu ofangreindu virtu er mikilvægt að sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóða verði skoðað enn frekar hér á landi og áhrif þess á samkeppni. Einnig er mikilvægt að SE marki skýra stefnu sína á því hvað hægt sé að gera til þess að sporna gegn þeim samkeppnishömlum sem leiða af sameiginlegu eignarhaldi lífeyrissjóða ef niðurstaðan er sú að sameiginlegt eignarhald leiði til röskunar á samkeppni.

## Heimildaskrá

„Afskiptaleyssi lífeyrissjóða heyrir sögunni til“ *Lífeyrismál.is* (26. september 2018) <<https://www.lifeyrismal.is/is/frettir/afskipti-lifeyrissjoda-heyrir-sogunni-til>> skoðað 8. maí 2019

Alex Edmans, Doron Levit og Devin Reilly, „The Effect of Diversification on Price Informativeness and Governance“ 43

„Algengar spurningar“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/fraedsla/fraedsla-og-leidbeining/algengar-spurningar/>> skoðað 10. apríl 2019

Azar J, Schmalz MC og Tecu I, „Anticompetitive Effects of Common Ownership“ [2018] *Journal of Finance* <<https://papers.ssrn.com/abstract=2427345>> skoðað 16. febrúar 2019

Ásta Óladóttir o.fl., „Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði“ (2017) 13 (1) *Stjórnmal og Stjórnáskýsla* 27

Brooks C, Chen Z og Zeng Y, „Institutional Cross-Ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions“ *Corporate Finance* (forthcoming) <<https://papers.ssrn.com/abstract=2747036>> skoðað 17. mars 2019

„Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition“ <[https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf)>

„Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“ (OECD) <<http://www.oecd.org/daf/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>> skoðað 15. mars 2019

„Common ownership by institutional investors and its impact on competition - OECD“—— <<http://www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>> skoðað 14. mars 2019

„CROSS-OWNERSHIP | Meaning in the Cambridge English Dictionary“ <<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/cross-ownership>> skoðað 16. mars 2019

Davis GF, „A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States“ 5 (1) *European Management Review* 11

Eggert Jóhannesson, „Lífeyrissjóðir eiga að vera virkir“ *mbl.is* (26. maí 2016) <[https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2016/05/26/lifeyrissjodir\\_eiga\\_ad\\_vera\\_virkir/](https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2016/05/26/lifeyrissjodir_eiga_ad_vera_virkir/)> skoðað 9. maí 2019

„Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni Minnisblað til undirbúnings umræðufundi miðvikudaginn 25. maí 2016“ (*Samkeppniseftirlitið* 2016)

„Framtakssjóður Íslands, um sjóðinn“ (*Framtakssjóður Íslands*) <<https://framtakssjodur.is/um-framtakssjod-islands/um-sjodinn/>> skoðað 2. apríl 2019

Freeman K, „The Effects of Common Ownership on Customer-Supplier Relationships“ (*Social Science Research Network* 15. júlí 2018) SSRN Scholarly Paper ID 2873199 <<https://papers.ssrn.com/abstract=2873199>> skoðað 16. mars 2019

„Frummatsskýrsla vegna markaðsrannsóknar á eldsneytismarkaði“ (Samkeppniseftirlitið 30. nóvember 2015) 2/2015 <<https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2015/Frummatsskyrsla--Markadsrannsokn-a-eldsneytismarkadi.pdf>> skoðað 5. október 2019

„Hluthafastefna | Gildi – Lífeyrissjóður“ <<https://gildi.is/um-gildi/stefnur-og-samthykkir/hluthafastefna/>> skoðað 3. apríl 2019

„Hluthafastefna Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins“ <<http://www.lsr.is/media/log-og-samthykkir/Hluthafastefna-des-2013.pdf>>

„Hvernig er kerfið hugsað?“ (*Lífeyrismál*) <<https://www.lifeyrismal.is/is/um-lifeyrissjodakerfid/almannatryggingar-tryggingastofnun-rikisins>> skoðað 8. maí 2019

„Hvernig er samþjöppun á markaði mæld“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/fraedsla/markadsskilgreiningar/hvernig-er-samthjoppun-a-markadi-maeld/>> skoðað 9. apríl 2019

Hvítbókarnefnd, „Framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið - Svör Samkeppniseftirlitsins við spurningum Hvítbókarnefndar“ (Samkeppniseftirlitið 15. júlí 2018) 1/2018 <<https://www.samkeppni.is/urlausnir/skyrslur/framtidarsyn-fyrir-fjarmalakerfidsvor-samkeppniseftirlitsins-vid-spurningum-hvitbokarnefndar>> skoðað 14. mars 2019

Lambert T og Sykuta M, „Calm Down about Common Ownership“ (2018) 41 (3) Regulation 28

Landslög, „Álitsgerð um samkeppnisleg áhrif af víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í atvinnulífínu“ (Forsætisráðuneytið október 2017) <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=fa1bd348-fd22-11e7-9423-005056bc4d74>> skoðað 21. febrúar 2019

Lífeyrissjóður verzlunarmanna, „Ársskýrsla sjóðsins 2018“ <<https://www.live.is/sjodurinn/fjarfestingar/>> skoðað 2. apríl 2019

„Markaðsskilgreiningar“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/fraedsla/markadsskilgreiningar/skilgreining-markada/>> skoðað 10. apríl 2019

Már Guðmundsson, *Íslenska lífeyriskerfið* (Landssamtök lífeyrissjóða, maí 2000 2000)

Ólafur Ísleifsson, „Skipan lífeyrismála á almennum vinnumarkaði“ (2007) 3 (2) Stjórnsmál og Stjórnsmál 141

„Ólöglegt samráð“ (*Samkeppniseftirlitið*) <<https://www.samkeppni.is/malefni/ologmaett-samrad/>> skoðað 4. apríl 2019

Páll Gunnar Pálsson, „Samkeppni og hlutverk lífeyrissjóða“ <[https://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda\\_03\\_2013\\_PGP\\_Samkeppnin\\_og\\_hlutverk\\_lifeyrissjoda.pdf](https://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda_03_2013_PGP_Samkeppnin_og_hlutverk_lifeyrissjoda.pdf)>

—, „Eignarhald á atvinnufyrirtækjum, hlutverk lífeyrissjóða og áhrif á samkeppni“ (Samkeppniseftirlitið 2016) <<https://www.samkeppni.is/media/raedur-2015/Samtal-um-samkeppni---eignarhald-a-atvinnufyrirtaekjum-230516.pdf>> skoðað 11. mars 2019



——, „Lífeyrissjóðir sem eigendur fyrirtækja – Í tilefni af grein Óla Björns“ (*Samkeppni.is*, 17. júlí 2017) <<https://www.samkeppni.is/utgafa/pistlar/nr/2979>>

Rock EB og Rubinfeld DL, „Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance“ [2017] NYU Law and Economics Research Paper 38

Samkeppniseftirlitið, „Samkeppni eftir hrun“ (júni) 2/2011 <[https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2011/Samkeppnin\\_eftir\\_hrun.pdf](https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2011/Samkeppnin_eftir_hrun.pdf)>

——, „Öflug uppbygging – opnun markaða og efling atvinnustarfsemi“ (nóvember 2008) 2/2008 <<https://www.samkeppni.is/urlausnir/skyrslur/nr/538>> skoðað 19. febrúar 2019

——, „Markaðsrannsókn á Eldsneytismarkaðnum Frummatsskýrsla“ (nóvember 2015) 2/2015 <<https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2015/Frummatsskyrsla--Markadsrannsokn-a-eldsneytismarkadi.pdf>>

——, „Er týndi áratugurinn framundan?“ 3/2013 <[https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/Skyrsla\\_3\\_2013\\_Er\\_tyndi\\_aratugurinn\\_framundan.pdf](https://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2013/Skyrsla_3_2013_Er_tyndi_aratugurinn_framundan.pdf)>

„Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs“ (Stjórnaráð Íslands janúar 2018) <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=cee149c2-0019-11e8-9423-005056bc4d74>>

„Tilgangur, hlutverk og saga“ (*Lífeyrismál.is*) <<https://www.lifeyrismal.is/is/um-lifeyrissjodakerfid/tilgangur-hlutverk-og-saga>> skoðað 11. mars 2019

Whish R og Bailey D, *Competition Law* (8. útg., Oxford University Press 2015)