



SAMKEPPNISEFTIRLITIÐ

15. nóvember 2013

Samkeppnin og hlutverk lífeyrissjóða

Ræða Páls Gunnar Pálssonar, forstjóra Samkeppniseftirlitsins, á morgunverðarfundum um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf

Ágætu fundargestir,

Ég vil byrja á því að þakka fyrir þetta tækifæri til þess að leggja orð í belg um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf. Áður en ég kem að lífeyrissjóðunum sérstaklega, langar mig til þess að fara aðeins yfir stöðuna í íslensku atvinnulífi, eins og hún horfir við okkur í Samkeppniseftirlitinu.

Í skýrslu sem við birtum um daginn, sem ber heitið „Er týndi áratugurinn framundan“, gerum við í þriðja skiptið á þremur árum grein fyrir líðan 120 mikilvægra samkeppnisfyrirtækja á 14 helstu mörkuðum. Skýrslan sýnir að fyrstu umferð endurskipulagningar stærri fyrirtækja er að mestu leyti lokið. Af þessum 120 fyrirtækjum þurftu um 2/3 hlutar á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda og af þeim hafa um 90% lokið endurskipulagningu. Slæmu fréttirnar eru hins vegar þær að af endurskipulögðum fyrirtækjum eru um 40% enn í mjög slæmri fjárhagsstöðu. Það felur í raun í sér að hlutfé þeirra er einskis virði. Almennt er arðsemi fyrirtækjanna 120 slæm, þá einkum í innlenda þjónustugeiranum. Þannig er ríflega þriðjungur þeirra með arðsemi sem stendur ekki undir vaxtastigi í landinu.

Við þessar aðstæður er óskýrt eignarhald sérstakt áhyggjuefni því þá kann að vanta þá forystu í viðkomandi fyrirtæki, sem mikilvæg er til þess að byggja upp öflug fyrirtæki á samkeppnislegum forsendum. Þótt bankar og skilanefndir hafi dregið talsvert úr formlegu eignarhaldi á fyrirtækjum síðustu misseri, má leiða að því líkum að um fjórðungur af stærri fyrirtækjum sé ennþá undir beinu eða óbeinu eignarhaldi banka vegna skuldastöðu fyrirtækjanna.

Samhliða því að bankar hafa heldur dregið úr beinum eignarhlut sínum hafa lífeyrissjóðir bætt við sig. Það hafa þeir gert bæði milliliðalaust, í gegnum sjóði sem þeir eiga með öðrum lífeyrissjóðum og e.a. bönkum, eða með því að koma að fjárfestingarverkefnum þar sem bankarnir leiða saman hagsmuni sína og viðskiptaaðila sinna. Á miðju þessu ári áttu lífeyrissjóðir um 14% í fyrirtækjunum 120 sem við höfum verið að vakta. Miðað við þá samninga sem síðan hafa verið gerðir hefur eignarhluturinn aukist til muna, a.m.k. í 20%, og mun að öllum



líkindum halda áfram að vaxa. Samanlagður eignarhlutur lífeyrissjóða í skráðum félögum í Kauphöllinni er á milli 40 og 50%

Þessi mikla hlutdeild skapast m.a. af því að fjárfestingarkostir eru nú um stundir fáir á þessum litla markaði sem lokaður er með gjaldeyrishöftum. Lífeyrissjóðirnir eru því stórir fiskar í allt of lítilli tjörn, eða kannski ættum frekar að segja fiskabúri.

Það er auðvitað ekkert athugavert við það að lífeyrissjóðir fjárfesti í fyrirtækjum á samkeppnismörkuðum. Fjárfesting í hlutabréfum er hluti af eðlilegu og nauðsynlegu starfi þeirra, enda ber lífeyrissjóðum að finna leiðir til ávöxtunar iðgjalda. Stofnanafjárfestar eru líka áberandi í kauphöllum í kringum okkur. Og það getur bæði samræmst langtímahagsmunum lífeyrissjóðanna og hagsmunum samkeppninnar að þeir taki þátt í að styrkja rekstrarumhverfi fyrirtækja með því að leggja þeim til eigið fé.

Vandinn liggur hins vegar í gríðarlegu vægi lífeyrissjóðanna í núverandi og fyrirsjáanlegu eignarhaldi atvinnufyrirtækja. Niðurstaðan hefur í sumum tilvikum, og mun í fleiri tilvikum verða sú að fleiri lífeyrissjóðir fari samanlagt með meirihluta hlutfjár í mikilvægum samkeppnisfyrirtækjum. Þar sem það liggur ekki í eðli lífeyrissjóða að reka fyrirtæki er eignarhald þeirra, að óbreyttu, almennt áhrifalítið og eigendaaðhald þeirra því óskýrt.

Staðan verður enn óskýrari þegar horft er til þess að hluti fjárfestinga lífeyrissjóðanna er í gegnum framtakssjóði, oft með aðkomu banka sem oft á tíðum eiga einnig sjálfir hlut í viðkomandi fyrirtækjum og hafa þar að auki margs konar hagsmuni af rekstri þeirra, bæði sem fjárfestingarbankar og viðskiptabankar.

Afleiðingin af öllu framangreindu getur orðið sú að eignarhald mikilvægra atvinnufyrirtækja verði ógagnsætt, m.a. að því leyti að það verður ekki ljóst hvort og þá hver fer með ferðina eða hvernig eigendaaðhaldi er beitt. Þetta skapar hættu á því að atvinnufyrirtæki njóti ekki eigenda sem drífa áfram heilbrigðan rekstur og gera viðkomandi fyrirtæki að virkum keppinaut á markaði. Það, ásamt bágri stöðu margra fyrirtækja og efnahagsaðstæðum hér, kann að leiða til þess að við náum ekki að auka hér framleiðni á grundvelli virkrar samkeppni og stöndum að lokum frammi fyrir týndum áratug, líkum þeim sem Japanir upplifðu í kjölfar kreppunnar þar í byrjun tíunda áratugarins.

Það er með þetta í huga sem Samkeppniseftirlitið telur fulla þörf á því að staldra við og gaumgæfa í hvaða átt eignarhald á mikilvægum atvinnufyrirtækjum er að þróast í samkeppnislegu tilliti. Sem innlegg í þá umræðu ætla ég hér á eftir að setja fram og rökstyðja nokkrar fullyrðingar sem tengjast eignarhaldi lífeyrissjóða á atvinnufyrirtækjum. Þær eru settar hér fram í umræðuskyni, en



Samkeppniseftirlitið hefur ekki tekið endanlega afstöðu til þeirra allra. Þær eru heldur ekki tæmandi um afstöðu eftirlitsins til þessara mála.

Fyrsta fullyrðingin er þessi:

1. Lífeyrissjóðir eiga að keppa sín á milli um ávöxtunartækifæri og þeir mega ekki hafa samkeppnishamlandi samstarf um fjárfestingar.

Lífeyrissjóðir eru skritnar skepnur í samkeppnislegu tilliti. Meginverkefni þeirra er að halda utan um skyldutryggingu lífeyrisréttinda. Takmarkað val sjóðfélaga gerir beitingu samkeppnislaga erfiða á þeim endanum, auk þess sem þessi mál eru nátengd starfskjörum launþega, sem ekki falla undir samkeppnilög. Það breytir hins vegar ekki því að lögmál samkeppninnar eiga fyllilega við í ávöxtun iðgjalda. Lífeyrissjóðir eru keppinautar á markaði fyrir fjárfestingu í verkefnum og fyrirtækjum. Þeir keppa um bestu fjárfestingarkostina og þeir sem þurfa á fjármögnun að halda keppa um hylli lífeyrissjóðanna.

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.

Það er engan veginn útilokað að fleiri lífeyrissjóðir komi að sömu verkefnum. Það er miklu fremur útilokað að komast hjá því. Kjarni málsins er sá að lífeyrissjóðir verða að hafa skýra eigenda- og samkeppnisstefnu, sem gengur út á það að þeir móti hver og einn sjálfstæða fjárfestingarstefnu, taki sjálfstæðar ákvarðanir um fjárfestingar sínar út frá sínum eigin forsendum og taki ekki þátt í neins konar samstarfi sem dregur úr samkeppni þeirra á milli.

Samkeppniseftirlitið hafði þessi atriði í huga þegar það tók afstöðu til yfirtöku Framtakssjóðs Íslands á eignarhlutum í Vestia, sbr. ákvörðun nr. 1/2011. Í ákvörðuninni kom fram það mat eftirlitsins að það gæti t.d. skapast hætta á því að fjárfestingar FSÍ hefðu áhrif á fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna sjálfra þannig að þær yrðu samræmdari og sköðuðu þannig samkeppni. M.a. af þessu sökum setti eftirlitið samrunanum skilyrði, sem t.d. fólu í sér að framkvæmdastjórar lífeyrissjóða sem áttu hluti í sjóðnum mega ekki sitja í aðalstjórn hans.



Fullyrðing nr. 2:

2. Lífeyrissjóður á ekki að eiga samkeppnislega mikilvægan eignarhlut í fleiri en einum keppinauti á sama markaði.

Lög um lífeyrissjóði koma í veg fyrir að hver og einn lífeyrissjóðanna geti öðlast yfirráð yfir fyrirtæki. Eignarhlutur hvers lífeyrissjóðs liggur því á bilinu 0-20% í hverju atvinnufyrirtæki. Þessi takmörkun var væntanlega sett til þess að takmarka áhættu og koma um leið í veg fyrir að lífeyrissjóðir hefðu með höndum óskyldan atvinnurekstur. Hins vegar getur takmörkunin leitt til þess að sömu lífeyrissjóðir eigi oft á tíðum eignarhluti í fleiri en einu atvinnufyrirtæki á sama samkeppnismarkaðnum. Við sjáum þegar dæmi um þetta á mikilvægum mörkuðum.

Hér ber hverjum og einum lífeyrissjóði að stíga varlega til jarðar og hugsa vel sinn gang. Það er nefnilega viðurkennt í heimi samkeppnisvísindanna að það geti skaðað samkeppni ef eignarhlutir í tveimur eða fleiri fyrirtækjum sem keppa á sama eða skyldum markaði eru í eigu sama aðila. Þetta á augljóslega við ef sami aðili fer með yfirráð yfir tveimur keppinautum, þá eru keppinautarnir orðnir eitt og sama fyrirtækið. Sama samkeppnislega hætta á einnig við ef sami aðili hefur yfirráð yfir einu fyrirtæki og á jafnframt mikilvægan minnihluta í keppinauti þess.

En þetta getur líka átt við undir vissum kringumstæðum ef sami aðili fer með minnihluta í tveimur keppinautum. Þetta þarf að vísu að skoða í hverju tilviki, en á mannamáli má segja að það sé að gera ráð fyrir því að það skaði samkeppni ef eignarhlutir, þótt litlir séu, færa eigandanum (þ.e. lífeyrissjóði í þessu tilviki) einhvers konar mikilvæg áhrif í tveimur keppinautum. Í slíkum tilvikum má viðkomandi lífeyrissjóður vænta þess að Samkeppniseftirlitið grípi inni, því aðstaða af þessu tagi getur t.d. farið gegn banni við samráði.

Ég minni hér á að á árinu 2008 skipaði Samkeppniseftirlitið Orkuveitu Reykjavíkur að selja eignarhlut í keppinaut sínum, Hitaveitu Suðurnesja, úr 30% í 3%. Áfrýjunarnefnd staðfesti ákvörðunina en miðaði við að OR seldi sig niður fyrir 10%. Um þetta má lesa í ákvörðun nr. 23/2008 og úrskurði áfrýjunarnefndar nr. 7/2008. Málið er lærdómsríkt þótt aðstaðan sé ekki nákvæmlega hin sama. Það er líka rétt að taka fram að lífeyrissjóðum er ekki óhætt að ganga út frá því að þeir geti verið rólegir með eignarhluti í tveimur keppinautum þótt þeir séu undir 10%. Allt þarf þetta að skoðast út frá hverju tilviki.

Punkturinn hér er sá að lífeyrissjóðir ættu að varast að eiga mikilvægan eignarhlut í fleiri en einum keppinauti á hverjum markaði. Þetta á alveg sérstaklega við þegar um er að ræða helstu keppinauta á fákeppnismörkuðum.



Fullyrðing nr. 3:

3. Lífeyrissjóðum ber að vinna gegn hvers konar blokkamyndun sem stafað getur af myndun fyrirtækjahópa undir sameiginlegu eignarhaldi þeirra.

Eitt af því sem við verðum að varast í framtíðar uppbyggingu atvinnulífs, er myndun fyrirtækjablokka. Ein afleiðingin af slíkum blokkum er sú að fyrirtæki innan þeirra freistast til að eiga viðskipti um aðföng við önnur fyrirtæki innan sömu blokkar og taka þannig hagsmuni blokkarinnar sem heildar fram yfir hagsmuni viðkomandi fyrirtækis, sem hefði átt kost á hagstæðari viðskiptum annars staðar. Blokkamyndun af þessu tagi dregur úr samkeppni og þar með framleiðni hagkerfisins. Við þekkjum dæmi um þetta frá fyrri tíð og ættum að varast að endurtaka þann leik. Smokkfiskar, kolbrabbar og háhyrningar eru ekki velkomnir í hið íslenska fiskabúr.

Blokkir geta hæglega myndast í tengslum við framtakssjóði á vegum lífeyrissjóðanna. Þannig er ekki erfitt að ímynda sér þá aðstöðu 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. Blokkirnar geta líka myndast í gegnum það einsleita eignarhald sem ég var að lýsa hér áðan, þ.e. þegar sömu lífeyrissjóðir eiga stóra hluti í sömu fyrirtækjunum.

Við í Samkeppniseftirlitinu erum meðvituð um þessa hættu og hyggjumst reyna að takmarka hana við úrlausn þeirra mála sem koma inn á borð okkar. Lífeyrissjóðunum ber hins vegar að vera vakandi gagnvart þessu og tryggja með öllum ráðum að athafnir þeirra leiði ekki til svona blokkamyndunar.

Fjórða fullyrðingin er þessi:

4. Lífeyrissjóðum ber að skapa aga gagnvart bönkum og sporna þannig gegn mögulegum skaðlegum afleiðingum hagsmunatengsla innan þeirra.

Hér bendi ég á skýrslu okkar nr. 1/2013, *Fjármálaþjónusta á krossgötum*. Þar gerir Samkeppniseftirlitið m.a. að umtalsefni fjóra hatta bankanna í aðkomu sinni að einstaka fyrirtækjum. Þeir eru með einn hatt sem kröfuhafi, annan sem hluthafi, þriðja sem mögulegur fjárfestir í verkefni fyrirtækis og þann fjórða sem ráðgjafi við sölu. Í skýrslunni er komist að þeirri niðurstöðu að kínamúrar komi ekki í veg fyrir þau vandkvæði sem felast í þessum ólíku hagsmunum.



Við sjáum dæmi um þetta úr málum sem beint tengjast fjárfestingum lífeyrissjóða. Þannig eru dæmi þess að framtakssjóður og banki hafi fyrirfram verið búnir að leggja drög að því að viðkomandi banki fengi að annast ráðgjöf við skráningu félags þegar fram liðu stundir. Með svona vinnubrögðum eiga t.d. minni fjármálafyrirtæki engan möguleika á því að vaxa og dafna á markaði.

Í dag eru lífeyrissjóðir einu fjárfestar á markaðnum sem hafa nægjanlegt vægi gagnvart bönkunum til að hafa áhrif á viðskiptahætti þeirra. Það er mikilvægt að lífeyrissjóðir tryggji það þegar þeir fjárfesta í fyrirtæki fyrir atbeina banka eða dótturfyrirtækis hans að viðskiptin séu á faglegum forsendum og hagsmunir fyrirtækisins og allra fjárfesta séu hafðir að leiðarljósi. Þannig er mikilvægt að hagsmunum bankans sem kröfuhafa, hluthafa og ráðgjafa sé ekki veitt aukið vægi á kostnað fyrirtækisins og annarra fjárfesta. Lífeyrissjóðirnir geta til dæmis gert það að kröfu sinni að framangreint sé liður í áreiðanleikakönnun vegna viðskiptanna.

Fimmta fullyrðingin:

5. Eignarhald lífeyrissjóða má ekki verða svo langvinnt að það hamli fjölbreyttara eignarhaldi atvinnufyrirtækja.

Hér átta ég mig á því að lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar, þolinmæði þeirra er eitt af því sem getur gert það skynsamlegt fyrir heildarhagsmuni að þeir komi að fjármögnun atvinnulífsins. En að sama skapi er það áhyggjuefni ef lífeyrissjóðir hafa komið sér þannig fyrir í eignarhaldi fyrirtækja, að lítið svigrúm verði fyrir aðra fjárfesta þegar sólin hækkar á lofti. M.a. af þessu sökum er það æskilegt að mati Samkeppniseftirlitsins að mikilvæg atvinnufyrirtæki fái skráningu í kauphöll.

Að lokum þessi fullyrðing:

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

Hér að framan hef ég sett fram nokkrar fullyrðingar sem allar tengjast stjórnarháttum og eigendastefnu lífeyrissjóða, með einum eða öðrum hætti. Til viðbótar við þær fullyrðingar vil ég nefna að samfélagsleg ábyrgð sem liggur í eðli lífeyrissjóða getur einnig stutt við samkeppni og þar með aukna framleiðni og hagsæld. Í umhverfi gjaldeyrishafta hafa lífeyrissjóðir óhjákvæmilega gríðarmikið afl í íslensku atvinnulífi. Þessi breytta staða kallar á lífeyrissjóðir endurhugsi alla sína aðkomu að fjárfestingum í fyrirtækjum. Á grundvelli eigendastefnu sinnar getur hver og einn lífeyrissjóður stuðlað á því að íslenskt atvinnulíf þróist með heilbrigðum hætti. Það eru hagsmunir allra, ekki síst sjóðfélaga.

Til dæmis ættu lífeyrissjóðir að huga að því hvort fyrirtæki sem fjárfest er í og þeir sem stjórna þeim séu samkeppnislega ábyrgir. Fyrirtæki sem lagt hafa metnað sinn í að fara að samkeppnislögum hljóta að vera betri fjárfestingarkostir



í huga lífeyrissjóða, betri heldur en hin sem gerst hafa brotleg við þau lög, jafnvel ítrekað.

Ágætu fundargestir,

Ég set hér fram þessar fullyrðingar til hugleiðingar og umræðu. Við í Samkeppniseftirlitinu þiggjum allar góðar ábendingar um þessi mál. Þar á meðal myndum við vilja heyra ykkar sjónarmið um það hvort gagnlegt væri að Samkeppniseftirlitið setti fram leiðbeiningar eða boðorð á þessum nótum, sem unnin yrðu í samstarfi við atvinnulífið og lífeyrissjóðina.
