

MELDING AV FORETAKSSAMMENSLUTNING

MELLOM

DNB BANK ASA

OG

CARNEGIE HOLDING AB

11. november 2024

Inneholder konfidensiell informasjon

INNHold

1	INNLEDNING OG OPPSUMMERING.....	3
2	KONTAKTINFORMASJON	5
2.1	Melder.....	5
2.2	Øvrig involvert foretak	5
3	BESKRIVELSE AV FORETAKSSAMMENSLUTNINGEN.....	6
3.1	Oversikt.....	6
3.2	Nærmere om transaksjonen og videre planlagt prosess.....	6
3.3	Industrielt og finansielt rasjonale	7
4	BESKRIVELSE AV DE INVOLVERTE FORETAKENE OG FORETAK I SAMME KONSERN	8
4.1	DNB	8
4.2	Carnegie.....	12
5	OMSETNING OG DRIFTSRESULTAT I NORGE SISTE REGNSKAPSÅR (2023).....	15
6	OVERSIKT OVER OVERLAPPENDE VIRKSOMHET	15
7	OVERORDNET OM INVESTMENT BANKING OG HANDEL MED VERDIPAPIRER.....	16
7.1	Innledning og Partenes virksomhet	16
7.2	Nærmere om investment banking	17
7.3	Nærmere om handel med verdipapirer (aksjer og obligasjoner)	20
8	MARKEDET FOR INVESTMENT BANKING	20
8.1	Markedsavgrensning	20
8.2	Totalmarked og markedsandeler	21
8.3	Etableringshindringer	23
8.4	Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i markedet for investment banking	24
8.5	Viktigste kunder, konkurrenter og leverandører	26
9	MARKEDET FOR HANDEL MED VERDIPAPIRER	27
9.1	Markedsavgrensning	27
9.2	Totalmarked og markedsandeler	28
9.3	Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i et norsk marked for handel med verdipapirer	30
9.4	Viktigste konkurrenter, kunder og leverandører	31
10	MARKED FOR VERDIPAPIRFOND	33
10.1	Innledning	33
10.2	Markedsavgrensning – fondsforvaltning.....	34
10.3	Totalmarked og markedsandeler	36
10.4	Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i markedet for fondsforvaltning	38
10.5	Markedet for fondsdistribusjon.....	43
10.6	Ingen vertikale virkninger i markedet for fondsforvaltning eller i markedet for fondsdistribusjon til privatkunder.....	45
11	MARKED FOR PRIVATE BANKING	47
11.1	Partene har ikke overlappende virksomhet.....	47
11.2	Estimerte markedsandeler på nordisk nivå.....	47
12	EFFEKTIVITETSGEVINSTER	48
13	ÅRSBERETNING OG ÅRSREGNSKAP.....	48
14	KONFIDENSIALITET.....	48
15	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER.....	48
	VEDLEGGSLISTE	50

1 INNLEDNING OG OPPSUMMERING

- (1) Denne meldingen gjelder DNB Bank ASAs ("**DNB**" eller "**Melder**") erverv av enekontroll i Carnegie Holding AB ("**Carnegie**") (sammen omtalt som "**Partene**"). Foretakssammenslutningen er meldepliktig til konkurransemyndighetene i Norge, Sverige og Danmark. Melding om ervervet vil også bli sendt til Finanstilsynet, samt til svenske, engelske og amerikanske tilsynsvirksomheter.
- (2) DNB er et norsk finanskonsern med virksomhet i Norge og internasjonalt innen banktjenester, investeringstjenester, kapitalforvaltning og eiendomsmegling.
- (3) Carnegie er et svensk finanskonsern med virksomhet i Norden, England og USA. Hovedvirksomheten i Carnegie-konsernet er investment banking, aksjehandel og analyse, private banking og kapitalforvaltning, med hovedtyngde i Sverige. Den norske virksomheten sto for om lag ■■■ prosent av samlet omsetning i konsernet i 2023.
- (4) For DNB er hovedmålet med ervervet å etablere en robust nordisk tilstedeværelse innen områder som investment banking, aksjehandel, private banking og kapitalforvaltning, spesielt i Sverige. Dette er markeder hvor DNB møter sterk konkurranse fra andre aktører med nordisk fokus, inkludert store internasjonale aktører, og hvor kundene i økende grad etterspør grenseoverskridende tjenester. Gjennom ervervet vil DNB få et utvidet internasjonalt nettverk og et styrket produkttilbud til kundene.
- (5) Ervervet vil også muliggjøre økt inntjening fra salg av kapitallette produkter og øke andelen av provisjonsinntekter for DNB totalt sett. I tillegg er ervervet i tråd med DNB-konsernets nylig reviderte strategi, der det understrekes at DNB skal være et foretrukket valg innen sparing og investering.

Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse

- (6) Foretakssammenslutningen omfatter en bank med hovedvirksomhet i Norge og et frittstående meglerhus med hovedvirksomhet i Sverige. Det er først og fremst innenfor investment banking og handel med verdipapirer at Partene har konkurrerende virksomhet.
- (7) **Investment banking** er en fellesbetegnelse på rådgivning om de finansielle aspektene ved fusjoner og oppkjøp, børsintroduksjoner og utstedelse av aksjer og obligasjoner mv. Tjenestene kan deles i tre hovedsegmenter: (i) Mergers and Acquisitions ("M&A"), (ii) Equity Capital Markets ("ECM"), og (iii) Debt Capital Markets ("DCM"). I tillegg tilbys ofte rådgivning om gjeldsstruktur og syndikering av større lån.
- (8) Både kunder og investorer orienterer seg utover nasjonale grenser når de etterspør investment banking-tjenester. Markedet er derfor minst nordisk, og konkurransen på dette markedet foregår mellom en rekke aktører med forskjellig størrelse og fokus, inkludert i stor grad aktører med internasjonal virksomhet. Innkjøperne er profesjonelle, ofte internasjonale aktører: konkurransen om disse er hard, og ingen aktør har markedsrett. Partenes samlede markedsandel i et nordisk marked for investment banking er under ■■■ prosent, og uansett under ■■■ prosent i et snevert norsk perspektiv.
- (9) I tidligere praksis er investment banking ansett som ett marked. Ser man på de enkelte segmentene, vil Partenes samlede markedsandeler i Norden være ■■■ prosent, og vil derfor uansett ikke overstige ■■■ prosent i noe segment. I et snevert norsk perspektiv er det innenfor ECM at Partenes overlapp er størst, med en samlet estimert markedsandel på omkring ■■■ prosent. ECM refererer til de såkalte

meglerhusenes¹ rolle som "tilrettelegger" i forbindelse med bistand til innhenting av egenkapital gjennom aksjeutstedelser (som børsnoteringer og emisjoner), blokk salg² og tilbakekjøp³. Partene vil fortsatt møte sterk konkurranse fra en rekke større og mindre aktører, inkludert både de store bankene og de frittstående meglerhusene. ECM preges dessuten av sterke, profesjonelle kjøpere. DNB vil ikke ha markedsrett etter transaksjonen, og det er heller ikke andre grunner til å anta at transaksjonen vil kunne medføre redusert konkurranse.

- (10) Innen **handel med verdipapirer** er det en rekke store aktører, både innenlandske og utenlandske, som tilbyr slike tjenester i Norge. Handel med verdipapirer er en del av et overordnet marked som blant annet omfatter handel av ulike finansielle instrumenter, som aksjer, obligasjoner, derivater og valuta. Partenes estimerte markedsandel i et nordisk marked for handel med finansielle instrumenter anses å være under 10 prosent. Carnegie er en relativt liten aktør i Norge og tilbyr kun handel med aksjer og obligasjoner. I Norge er Partenes overlapp størst innenfor aksjehandel. Basert på statistikken for aksjehandel på Oslo Børs er Partenes samlede markedsandel under 10 prosent.
- (11) Hovedvekten av Carnegies **fondsforvaltningsvirksomhet** er i Sverige. Her er DNB marginalt til stede. I Norge har Carnegie, gjennom datterselskapet Holberg Fondsforvaltning AS, en markedsandel på 2 prosent, mens DNBs markedsandel er 25 prosent. Markedet er imidlertid videre enn Norge, og i et eventuelt nordisk marked for fondsforvaltning er Partenes samlede markedsandel under 10 prosent. Den samlede markedsandelen og den marginale konsentrasjonsøkningen gir ikke grunn til konkurranserettslig bekymring. Det foreligger heller ingen risiko for utestengende virkninger knyttet til distribusjon til personkunder. Verken Carnegie eller Holberg er aktive på markedet for distribusjon av fond til norske personkunder, med unntak for et helt marginalt direktesalg.
- (12) [REDACTED]
- (13) Carnegie har ingen virksomhet innen **private banking** i Norge.

¹ Uttrykket "meglerhus" er et bransjeuttrykk og brukes noen steder i denne meldingen som en fellesbetegnelse på virksomheter som tilbyr investment banking-tjenester, enten det er tale om banker eller frittstående meglerhus. Carnegie AS er f.eks. ikke en bank.

² Salget av en større andel verdipapirer i en enkelt transaksjon.

³ Der et selskap kjøper tilbake egne aksjer fra aksjonærene.

2 KONTAKTINFORMASJON

2.1 Melder

Navn: DNB Bank ASA
Organisasjonsnummer: 984 851 006
Adresse: Postboks 1600 Sentrum
Postadresse: 0021 Oslo

Kontaktperson(er) for melder: **Advokatfirmaet Thommessen AS**
v/Heidi Jorkjend og Kamran Afzal
Adresse: Ruseløkkveien 38, 0251 Oslo
Postadresse: Postboks 1484 Vika, 0116 Oslo
Telefonnummer: +47 984 88 329 | +47 986 75 049
E-postadresse: hjo@thommessen.no | kaf@thommessen.no

DNB Bank ASA
v/Thea Susanne Skaug
Adresse: Postboks 1600 Sentrum
Telefonnummer: +47 982 94 545
E-postadresse: Thea.Susanne.Skaug@dnb.no

2.2 Øvrig involvert foretak

Navn: Carnegie Holding AB
Organisasjonsnummer: 556 780 4983
Adresse: Regeringsgatan 56, 111 56 Stockholm

Kontaktperson: **Gernandt & Danielsson Advokatbyrå**
v/Foad Hoseinian og Sofia Hagelqvist
Adresse: Hamngatan 2, 114 87, Stockholm
Postadresse: Hamngatan 2, Box 5747, 114 87 Stockholm
Telefonnummer: +46 73 415 26 79 | +46 8 670 64 66
E-postadresse: foad.hoseinian@gda.se | sofia.hagelqvist@gda.se

Kontaktperson: **Carnegie Investment Bank AB**
v/Helena Nelson
Adresse: Regeringsgatan 56, 111 56, Stockholm
Telefonnummer: +46 73 417 89 52
E-postadresse: helena.nelson@carnegie.se

3 BESKRIVELSE AV FORETAKSSAMMENSLUTNINGEN

3.1 Oversikt

(14) DNB Bank ASA ("**DNB**") offentliggjorde 21. oktober 2024 at selskapet hadde signert avtale om erverv av samtlige aksjer i Carnegie Holding AB ("**Carnegie**") (sammen omtalt som "**Partene**") for en kjøpesum på 12 milliarder svenske kroner.

Vedlegg 1: Børsmelding DNB 21.10.24

Vedlegg 2: Transaksjonsavtalen 21.10.24

(15) Gjennom det planlagte ervervet vil DNB overta enekontroll i Carnegie fra Altor Fund III ("**Altor**"). Det foreligger dermed en foretakssammenslutning etter konkurranseloven § 17. På bakgrunn av de involverte foretakenes omsetning, jf. tabell 1 nedenfor, er foretakssammenslutningen meldepliktig i Norge. Foretakssammenslutningen utløser også meldeplikt til konkurransemyndigheter i Sverige og Danmark.

(16)



(17) Det vil bli inngitt melding om erverv og søknad om nødvendige tillatelser etter finansforetaksloven til Finanstilsynet. I tillegg vil det være søknadsprosesser overfor svenske tilsynsmyndigheter, samt i England og USA.

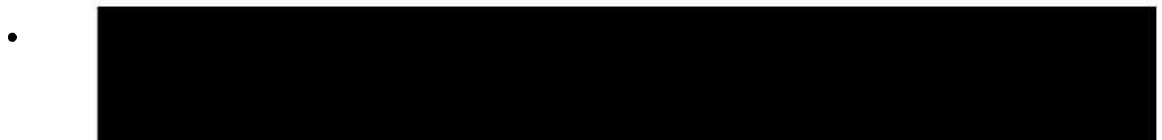
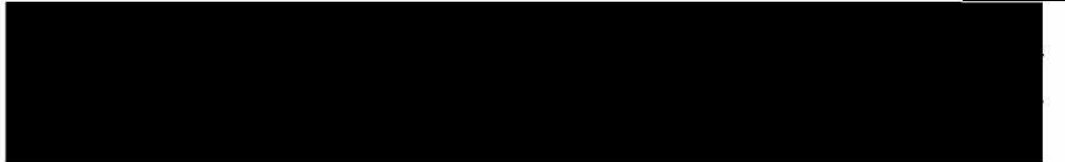
(18) Som supplerende informasjon til meldingen vises det til Partenes presentasjon i pre-notifikasjonsmøte med Konkurransetilsynet 7. november 2024. Meldingen er også supplert i tråd med dette.

3.2 Nærmere om transaksjonen og videre planlagt prosess

(19) Transaksjonen vil bli gjennomført når alle nødvendige godkjenninger er på plass, noe som forventes å skje i løpet av første halvår 2025. DNB vil frem til dette planlegge og forberede integreringen av Carnegie. Det vises også til børsmelding fra DNB inntatt som Vedlegg 1.

(20) Det er satt noen hovedprinsipper som vil ligge til grunn for det videre integrasjonsarbeidet:

- DNB Markets ("**Markets**"): Forretningsområdet Markets endrer navn/varemerke globalt til DNB Carnegie. Markets-virksomheten i Norge samles med norske Carnegie AS i DNB.



- [REDACTED]

3.3 Industrielt og finansielt rasjonale

(21) For DNB er hovedmålet med ervervet å etablere en robust nordisk tilstedeværelse innen områder som investment banking, aksjehandel og analyse, private banking og kapitalforvaltning, spesielt i Sverige. DNB har en etablert posisjon innen investment banking, aksjehandel og analyse i Sverige, [REDACTED]

[REDACTED] Ervervet understøtter DNBs ambisjon om å vokse innen disse områdene på tvers av det nordiske markedet, hvor det er sterk konkurranse fra nordiske og internasjonale selskaper. Kundene etterspør videre stadig mer tjenester på tvers av landegrensene. I tillegg er ervervet i tråd med DNB-konsernets nylig reviderte strategi, der det understrekes at DNB skal være et foretrukket valg innen sparing og investering. Oppkjøpet er også i tråd med konsernets strategi om økt verdiskapning og vekst gjennom kapitallette inntekter (som gebyr- og provisjonsinntekter).

(22)

- DNB vil få et utvidet **internasjonalt nettverk** etter oppkjøpet.

Med samlet tilstedeværelse i Norge, Sverige, Finland og Danmark, kombinert med kontorer i London, New York og Singapore, vil konsernet bli i bedre stand til å koble de nordiske og internasjonale kapitalmarkedene sammen. DNB skal være en brobygger mellom det nordiske kapitalmarkedet og internasjonale investorer, og tilby utenlandske investorer tilgang til nordiske investeringsmuligheter. Partene styrkes i konkurransen med de store internasjonale investeringsbankene, samtidig som de har fordel ved fortsatt sterk lokal ekspertise, markedskunnskap og nettverk.

- **Styrket produkttilbud**

- **Inntreden i det svenske markedet for private banking og fondsforvaltning**

Oppkjøpet gir DNB inntreden i markedet for private banking i Sverige og Danmark.

Oppkjøpet vil også styrke DNBs posisjon i det nordiske kapitalforvaltningsmarkedet. DNB har i dag ingen virksomhet i Sverige innen fondsforvaltning, og bare begrenset tilstedeværelse innen fondssalg via ekstern fondsdistribusjon. Kundene vil samlet få et bredere tilbud og valgmuligheter for kjøp av kapitalforvaltningstjenester gjennom DNB.

4 BESKRIVELSE AV DE INVOLVERTE FORETAKENE OG FORETAK I SAMME KONSERN

4.1 DNB

4.1.1 Konsernstruktur

- (23) DNB er notert på Oslo Børs. De største eierne i DNB-konsernet per 31. desember 2023 var den norske stat ved Nærings- og fiskeridepartementet (34 prosent), Sparebankstiftelsen DNB (8,5 prosent) og Folketrygdfondet (5,95 prosent).⁴
- (24) DNBs globale omsetning er 81 950 millioner norske kroner, hvorav 60 199 millioner norske kroner er i Norge.
- (25) DNB Bank ASA er i dag konsernspiss i DNB-konsernet og morselskap til 12 heleide datterforetak:
- **DNB Asset Management Holding AS** (org.nr. 835 615 472): Selskapet er morselskap for kapitalforvaltningsvirksomheten.
 - **DNB Livsforsikring AS** (org.nr. 914 782 007): Selskapet og tilhørende datterselskaper driver med blant annet livsforsikrings- og eiendomsvirksomhet.
 - **DNB Boligkreditt AS** (org.nr. 936 237 592): Selskapet har konsesjon som kredittforetak, jf. finansforetaksloven § 2-8. Foretaket eier hovedsakelig lån med pant i bolig og utsteder obligasjoner med fortrinnsrett, jf. finansforetaksloven kapittel 11 II.
 - **DNB Eiendom AS** (org.nr. 910 968 955): Selskapet driver med tjenester innen kjøp og salg av eiendom.
 - **DNB Næringsmegling AS** (org.nr. 975 265 145): Selskapet tilbyr tjenester innen transaksjoner, utleie og verddivurdering av næringseiendom.
 - **DNB Capital LLC**: Selskapet tilbyr investeringsforvaltningstjenester.
 - **DNB Sweden AB**: Selskapet tilbyr finansieringstjenester til store og mellomstore bedrifter i Sverige.
 - **DNB Luxembourg S.A**: Selskapet driver med private banking, formuesforvaltning og internasjonale boliglån.
 - **DNB Markets, Inc.**: Selskapet driver DNBs meglervirksomhet i USA.
 - **DNB Invest Denmark AS**: Selskapet driver med investeringsvirksomhet i Danmark.
 - **DNB (UK) Limited**: Selskapet tilbyr finansielle tjenester, inkludert kapitalforvaltning og internasjonal finansiering.
 - **DNB Bank Polska S.A**: Selskapet tilbyr produkter og finansielle tjenester til store bedrifter og offentlig sektor.

⁴ For en fullstendig oversikt over største aksjonærer, se DNBs årsrapport 2023 side 42.

(26) DNBs juridiske struktur er illustrert i Figur 1.

Figur 1: Juridisk organisering av DNB⁵



(27) En fullstendig oversikt over alle datterselskaper i konsernet er inntatt som Vedlegg 3.

Vedlegg 3: Oversikt over datterselskaper i DNB-konsernet

(28) DNB har en rekke minoritetseierposter utenfor konsernet. En samlet oversikt over disse er inntatt som vedlegg 4. Ingen av minoritetseierpostene anses å være relevante for denne meldingen.

Vedlegg 4: Oversikt over DNBs minoritetseierskap utenfor konsernet

4.1.2 Virksomhetsområder

(29) DNB Bank ASA er morselskap og konsernspiss i DNB-konsernet og driver selv, eller gjennom datterselskaper, med et bredt spekter av tjenester som blant annet bank-, investeringstjeneste-kapitalforvaltning og eiendomsmeglingsvirksomhet. DNB er en fullskalabank og tilbyr banktjenester rettet mot kundeområdene personmarked og bedriftsmarked.

(30) DNB-konsernets virksomhet er operasjonelt inndelt i ulike forretnings- og støtteområder:

- **Personmarked (PM):** PM betjener DNBs personkunder. DNB har rundt 2,4 millioner personkunder i Norge. Innen personmarked tilbyr DNB kjernetjenester som dagligbank, lån (boliglån, billån og forbrukslån), sparing (på konto, fond, ASK og BSU), forsikring, pensjon og valuta, i tillegg til nettbank, mobilbank, betaling, kort, konto og spare-app mv.

⁵ Det er kun de sentrale datterselskapene som er inkludert i figuren. Se vedlegg 3 for en liste over alle DNBs datterselskap.

- DNBS virksomhet for verdipapirfond, herunder distribusjon til personkunder, beskrives nærmere under.
 - **Bedriftsmarked Norge (BMN):** BMN betjener konsernets små og mellomstore kunder i det norske næringslivet, samt alle offentlige sektorer og bedriftskunder innen eiendom.⁶
 - **Large Corporates & International (LCI):** LCI betjener DNBS store bedriftskunder, samt alle internasjonale kunder og finansinstitusjoner.
 - **Markets:** Markets er konsernets verdipapirforetak og tilbyr investeringsbanktjenester, herunder risikostyrings-, investerings- og finansieringsprodukter i kapitalmarkedene.
 - DNBS virksomhet innenfor investment banking og handel med finansielle instrumenter ligger i Markets, og beskrives nærmere under.
 - **Wealth Management (WM):** WM betjener velstående privatpersoner og investeringsselskaper gjennom private banking-satsingen. I tillegg er området ansvarlig for videreutvikling av spare-, investerings- og pensjonsprodukter, og leverer innskuddspensjonsordninger til alle DNBS kunder. WM har ansvaret for alle fondsproduktene i konsernet.
 - Både DNBS virksomhet for verdipapirfond og private banking-virksomheten beskrives nærmere under.
- (31) I tillegg til forretningsområdene kommer stabs- og støtteområdene Technology & Services, Products, Data & Innovation, Group Finance, People & Communications, Group Risk Management, Group Compliance og Corporate Center.
- (32) For mer informasjon om DNB-konsernet, se www.dnb.no.
- (33) I det følgende gis en nærmere beskrivelse av de virksomhetsområdene som er relevante for meldingen.
- (34) **Markets**
- (35) Gjennom forretningsområdet Markets tilbyr DNB et bredt spekter av investeringstjenester:
- Finansiell rådgivning knyttet til blant annet oppkjøp, salg, fusjoner, rådgivning og tilrettelegging for egenkapital og fremmedkapital til norske og internasjonale selskaper, samt private-equity ("PE") fond. I tillegg tilbys tilrettelegging av syndikerte lån og prosjektfinansiering innen eiendom. Denne delen av virksomheten ligger under divisjonen "Investment Banking (IBD)", og beskrives nærmere under kapittel 8 "Investment banking" nedenfor.

⁶ BMN dekker også bedriftskunder i eiendomssektoren i Sverige.

- Handel av finansielle instrumenter, herunder aksjer, obligasjoner og derivater, valutahandel, og relaterte tjenester som analyse og verdipapirfinansiering. Aksjehandel og aksjederivater ligger i divisjonen "Equities", mens handel med obligasjoner, valuta og ikke-aksjerelaterte derivater ligger i divisjonen "Fixed Income, Currencies and Commodities (FICC)". Dette behandles samlet i denne meldingen under kapittel 9 "Handel med verdipapirer".
- Tjenester knyttet til verdipapirer både overfor investorer (f.eks. custody⁷) og utstedere (f.eks. bistand med kontoføring og generalforsamlinger). Denne divisjonen kalles "Securities Services".

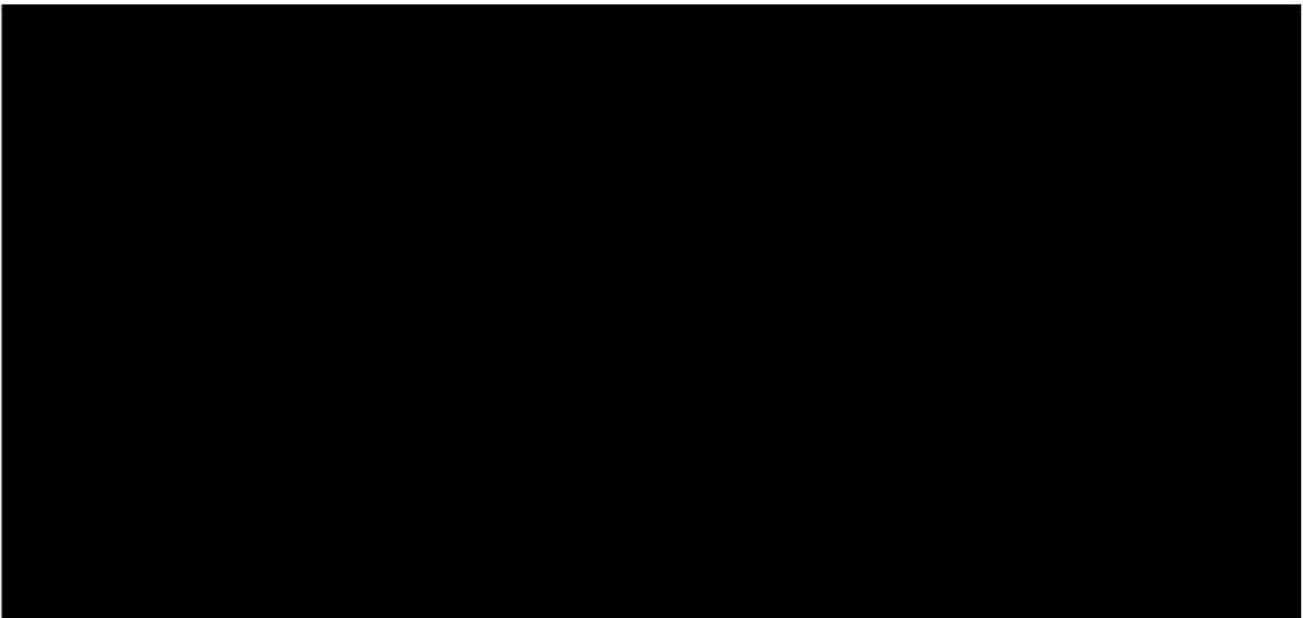
(36) DNB Markets har om lag 850 ansatte fordelt på kontorene i Oslo, Stockholm, London, New York og Singapore. Av disse er 650 ansatt i Norge og 110 i Sverige. Et organisasjonskart er inntatt som Vedlegg 5.

Vedlegg 5: Organisasjonskart DNB Markets

(37) DNB Markets hadde en global omsetning på 9 056 millioner kroner i 2023, hvorav 6 831 millioner var i Norge. Kundeinntektene var fordelt som følger⁸, (i) Investment banking: [redacted] millioner kroner, (ii) Equities: [redacted] millioner kroner, (iii) FICC: [redacted] millioner kroner, og (iv) Securities Services: [redacted] millioner kroner.

(38) En figur som beskriver virksomheten i DNB Markets er inntatt som Figur 2.

Figur 2: Beskrivelse av virksomheten til DNB Markets



(39) Mer informasjon om tjenestene som tilbys, finnes her: <https://www.dnb.no/markets>.

(40) **DNB Asset Management**

⁷ Oppbevaring og administrasjon av verdipapirer på vegne av investorer.

⁸ I tillegg til rene kundeinntekter har Markets inntekter fra trading/risikostyring og renter på allokert egenkapital.

- (41) DNB Asset Management AS ("**DAM**") forvalter i overkant av 100 norskregistrerte verdipapirfond og i tillegg et utvalg av alternative investeringsfond. DAM tilbyr også investeringstjenesten individuell porteføljeforvaltning. Fondene distribueres i personmarkedet gjennom en rekke aktører, herunder DNB PM, Sparebank 1 Gruppen, Storebrand/Kron og Nordnet.
- (42) Det er ca. 170 ansatte i DAM, og forvaltningskapitalen ved utgangen av september 2024 var på om lag 1088 milliarder kroner.
- (43) DAM tilbyr fond og forvaltningstjenester i det svenske markedet via fondsdistributører, og betjener eksisterende kundeforhold til svenske institusjonelle kunder⁹. Svenske kunder utgjør en liten andel av DAM forvaltningskapital, ca. [REDACTED]
- (44) **Private banking**
- (45) Gjennom datterselskapene DAM og DNB Livsforsikring AS er forretningsområdet WM ansvarlig for konsernets spare-, investerings- og pensjonsprodukter. WM har også ansvaret for alle fondsproduktene i konsernet, samt videreutvikling av spare-, investerings- og pensjonsprodukter.
- (46) DNB har om lag [REDACTED] private banking-kunder i Norge, og disse kundene har en aktiv kapital på rundt [REDACTED]. Private banking-kundene får tilgang til eksklusive kundeprogram og personlig rådgivning. For å bli private banking-kunde i DNB kreves det at man har minst 3 millioner kroner i investerbar formue.

4.1.3 *Bransjeorganisasjoner i Norge*

- (47) DNB er medlem av flere bransjeorganisasjoner. Av relevans for denne meldingen er Finans Norge med undergrupper, Verdipapirfondenes Forening (VFF), Verdipapirforetakenes Forbund (VFFF) og AksjeNorge.

4.2 **Carnegie**

4.2.1 *Konsernstruktur*

- (48) Carnegie Holding er morselskapet i Carnegie-konsernet, et svensk finanskonsern som yter finansielle tjenester i Norden, England og USA. Hovedvirksomheten i Carnegie-konsernet er investeringstjenester og kapitalforvaltning, med hovedtyngden i Sverige. Selskapet har 850 ansatte, hvorav 130 er i Norge. Selskapet hadde ca. 3,4 milliarder svenske kroner i omsetning i 2023, hvorav [REDACTED] millioner svenske kroner i Norge (dvs. [REDACTED] prosent).
- (49) Carnegie er i dag indirekte kontrollert av Altor Fund III, et private equity-fond innen Altor-sfæren. Mer informasjon om Altor er tilgjengelig her: <https://altor.com/>.
- (50) Carnegie Holding AB har kontrollerende eierandeler i følgende datterselskaper¹⁰:
- **Carnegie Investment Bank AB** (100 prosent): Selskapet tilbyr et bredt utvalg av finansielle tjenester, med hovedtyngden på investment banking og aksjehandel. Selskapet har filialer i

⁹ Institusjonelle kunder omfatter større foretak og organisasjoner som pensjonsfond, forsikringselskaper, investeringsfond, stiftelser og statlige investeringsfond.

¹⁰ Merk at selskapet CAAM Fund Services AB, som drev såkalte fondshotell for AIF-fond, ble avviklet i 2023.

Finland, Danmark og Storbritannia, og driver virksomhet gjennom filialer i Finland, Danmark og Storbritannia, og gjennom datterselskapene Carnegie Inc (USA) og Carnegie AS (org.nr. 936 310 974). Sistnevnte driver selskapets virksomhet i Norge.

- **Carnegie Fonder AB ("Carnegie Fonder")** (93,75 prosent): Selskapet er en frittstående fondsforvalter og tilbyr fondsprodukter i Sverige. Mer informasjon om selskapet er tilgjengelig her: <https://www.carnegiefonder.se/>.¹¹
- **Holberg Fondsforvaltning AS ("Holberg")** (org.nr. 982 076 218) (70 prosent): Holberg er en norsk fondsforvalter og er nærmere beskrevet i punkt 4.2.2.2 nedenfor.
- **Montrose by Carnegie AB** (100 prosent): Selskapet driver Carnegies investeringsplattform. Mer informasjon om selskapet er tilgjengelig her: <https://www.montrose.io/>.

(51) En fullstendig oversikt over Carnegies juridiske struktur er inntatt som Vedlegg 6.

Vedlegg 6: Oversikt over Carnegies juridiske struktur

4.2.2 Virksomhetsområder

(52) Carnegie er, på tvers av land, herunder den norske virksomheten, organisert i fem virksomhetsområder (i) investment banking, (ii) securities, (iii) research, (iv) asset management og (v) wealth management. Alle disse virksomhetsområdene er relevante for denne meldingen og beskrives i det følgende.

(53) **Investment banking**

(54) Carnegie er et frittstående meglerhus¹² som tilbyr finansiell rådgivning knyttet til (i) M&A, (ii) ECM, og (iii) DCM.

(55) Carnegies investment banking-virksomhet opererer i Danmark, Finland, Norge, og Sverige.

(56) Denne delen av Carnegies virksomhet beskrives under markedet for "Investment banking" i kapittel 8 nedenfor.

(57) **Research**

(58) Analyse er en integrert del av tilbudet, særlig innenfor investment banking og handel med verdipapirer. Totalt har Carnegie ca. 50 analytikere spredt på sine kontorer. Carnegies research-virksomhet er nærmere beskrevet her <https://www.carnegie.no/securities/research/>.

(59) **Securities**

¹¹ For ordens skyld nevnes det at Didner & Gerge AB, en svensk kapitalforvalter som forvalter omkring 54 milliarder kroner, ble kjøpt av Carnegie i juni 2024 og innfusjonert i Carnegie Fonder AB 10. oktober 2024. Fondene som ble forvaltet av Didner & Gerge, er overført til Carnegie Fonder AB.

¹² Frittstående meglerhus er uavhengige og ikke bankeide, mens andre meglerhus ofte er en del av større finansinstitusjoner som tilbyr et mer omfattende spekter av tjenester.

- (60) Carnegie tilbyr handel med verdipapirer til institusjonelle kunder, innen aksjer, obligasjoner, derivater og relaterte tjenester som verdipapirfinansiering.¹³ Carnegie tilbyr ikke handel med derivater i Norge i dag.¹⁴ Virksomheten opererer i Danmark, Finland, Norge, Sverige, Storbritannia og USA.
- (61) Denne delen av Carnegies virksomhet beskrives under markedet for "Handel med verdipapirer" i kapittel 9 nedenfor.
- (62) **Asset Management**
- (63) Forretningsenheten Carnegie Asset Management tilbyr aktiv kapitalforvaltning gjennom to fondsselskaper: Carnegie Fonder og Holberg. Carnegie Fonder er en svensk fondsforvalter, mens Holberg opererer i Norge.
- (64) Holberg er skilt ut som et eget selskap og således ikke organisert under Carnegies virksomhetsområde for asset management. Holberg eies av Carnegie Holding med 70 prosent og av ansatte gjennom Holberg Employee Investco AS med 30 prosent. Holberg ble etablert i 2000 og har i dag en forvaltningskapital på ca. 35 milliarder kroner. Holberg er en uavhengig aktiv fondsforvalter med totalt ti fond.
- (65) Ved utgangen av 2023 hadde Holberg 26 ansatte. [REDACTED]
[REDACTED] Mer informasjon om Holberg og de ulike fondene finnes her: <https://www.holberg.no>.
- (66) Denne delen av Carnegies virksomhet beskrives under markedet for "Verdipapirfond" i kapittel 10 nedenfor.
- (67) **Private Banking**
- (68) Carnegie tilbyr finansiell rådgivning og aksjehandel til høyinntektsindivider, småbedrifter, institusjoner og stiftelser, gjennom enheten Carnegie Private banking. Carnegie har ingen private banking virksomhet i Norge, men tilbyr dette i Sverige og Danmark.
- (69) Denne delen av Carnegies virksomhet beskrives under markedet for "Private banking" i kapittel 11 nedenfor.
- 4.2.3 *Bransjeorganisasjoner i Norge*
- (70) Carnegie AS er medlem av Verdipapirforetakenes Forbund (VPPF). Holberg er medlem av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif) og Verdipapirfondenes Forening (VFF).

¹³ Carnegie tilbyr ikke handel i valuta.

¹⁴ [REDACTED]

5 OMSETNING OG DRIFTSRESULTAT I NORGE SISTE REGNSKAPSÅR (2023)

Tabell 1: Partenes omsetning og driftsresultat i 2023

Navn	Omsetning	Driftsresultat
DNB Bank ASA	MNOK 60 199	MNOK 40 845
Carnegie Holding AB		N/A

6 OVERSIKT OVER OVERLAPPENDE VIRKSOMHET

- (71) DNB er en fullskala bank som involverer en rekke aktiviteter som frittstående meglerhus, som Carnegie, ikke bedriver. DNB driver imidlertid også med samme type virksomhet som Carnegie. Som beskrevet ovenfor, har begge Parter virksomhet innen områdene (i) investment banking, (ii) handel med verdipapirer, (iii) fondsforvaltning, og (iv) private banking. Partene har overlappende virksomhet i Norge på de tre første av disse områdene. Innenfor private banking er DNB aktiv i Norge, mens Carnegie kun tilbyr slike tjenester i Sverige og Danmark.¹⁵
- (72) Med unntak av private banking er disse markedene, etter Partenes oppfatning, større enn nasjonalt og preget av mange aktører, herunder globale finansforetak av betydelig størrelse. I Norge er Carnegie en relativt liten aktør med små markedsandeler i de fleste segmenter.
- (73) Det nevnes at Carnegie er involvert i såkalt prosjektfinansiering i Norge, med en estimert markedsandel på under █ prosent.¹⁶ DNB har derimot betydelig mindre slik virksomhet (under █ prosent). Slike tjenester vil derfor ikke bli behandlet i det videre. Ettersom begge Parter driver virksomhet på en rekke områder, kan det ikke utelukkes at det er andre områder med marginal overlapp. Slike er imidlertid ikke blitt identifisert av Partene og behandles ikke videre.
- (74) I det følgende vil vi beskrive:
- **Overordnet om investment banking og handel med verdipapirer.** Se kapittel 7 nedenfor.
 - **Markedet for investment banking.** Partene anser dette markedet som større enn nasjonalt. I et marked som er nordisk eller større, har Partene gjennomgående relativt lave markedsandeler og møter konkurranse fra en rekke nasjonale og internasjonale aktører. Dette er således ikke et berørt marked, men Partene vil for ordens skyld likevel oppgi informasjon også for snevrere segmenter, inkludert på nasjonalt (norsk) nivå. I et hypotetisk norsk marked vil samlet estimerte markedsandel så vidt kunne overstige █ prosent innenfor ECM. Innenfor DCM i Norge vil samlet markedsandel også overstige █ prosent, █. Se kapittel 8 nedenfor.
 - **Markedet for handel med verdipapirer.** Ettersom Carnegie i Norge kun har virksomhet innenfor aksje- og obligasjonshandel, vil det fokuseres på handel med verdipapirer selv om det etter Kommisjonspraksis er ansett å foreligge et samlet marked for handel med finansielle instrumenter. Også her er markedet større enn nasjonalt, og Partene møter

¹⁵ DNB har en svært begrenset virksomhet innenfor private banking i Sverige.

¹⁶ Merk at Carnegie ikke forestår selve finansieringen, men henter kapital fra andre investorer.

konkurranse fra en rekke nasjonale og internasjonale aktører. Markedet er ikke et berørt marked, uavhengig av hvilken *geografisk* utstrekning som legges til grunn. Se kapittel 9 nedenfor.

- **Markedet for fondsforvaltning.** Det overordnede markedet for kapitalforvaltning er større enn nasjonalt og Partenes samlede markedsandel er begrenset. Bare dersom det legges til grunn et norsk marked for fondsforvaltning (kun norsk forvaltede fond), vil DNBS markedsandel overstige █ prosent.. Inkrementet som følge av transaksjonen er imidlertid helt minimalt. Se kapittel 10 nedenfor.
- **Markedet for private banking.** Partene har ikke overlapp i nasjonale markeder. Melder vil helt kort behandle et hypotetisk, nordisk marked, som i alle tilfeller ikke er et berørt marked. Se kapittel 11 nedenfor.

7 OVERORDNET OM INVESTMENT BANKING OG HANDEL MED VERDIPAPIRER

7.1 Innledning og Partenes virksomhet

(75) Begge Parter tilbyr tjenester innen investment banking og handel med verdipapirer.

(76) Overordnet er formålet med investment banking å bistå selskaper med å skaffe nye eiere eller ny kapital, ofte i kombinasjon. På denne måten er kapitalinnhenting et alternativ til ordinære banklån, bruk av egenkapital eller andre måter å skaffe kapital, f.eks. folkefinansiering, offentlig tilskudd eller salg av eiendeler. Investeringsbankene fasiliteter transaksjonene og kalles derfor ofte for "tilretteleggere".

(77) Når nye verdipapirer utstedes gjennom investeringsbankens ECM- eller DCM-virksomhet, sier man at de utstedes i førstehåndsmarkedet eller primærmarkedet. Når verdipapiret senere kjøpes og selges videre, skjer det i andrehåndsmarkedet eller sekundærmarkedet. I andrehåndsmarkedet tilføres ikke selskapet ny kapital, verdipapiret skifter kun eier.¹⁷

(78) Det er enkelte særtrekk basert på typen verdipapir:

- **Aksjer** gir investoren eierskap i et selskap. Inntekten fra investeringen kan komme fra kjøp og salg av aksjene og/eller utbytte, avhengig av selskapets beslutninger og finansielle stilling. Aksjemarkedet kan være volatil, med til dels store prisbevegelser. Noterte aksjer handles på regulerte børser.
- **Obligasjoner** (gjeldsbrev som kan omsettes), innebærer at investoren låner penger til utstederen (f.eks. en stat eller et selskap) i bytte mot renteinntekter. Dette kalles derfor også "fixed income" og innebærer generelt mindre risiko enn aksjer, men det kan fortsatt være en kredittrisiko og renterisiko.¹⁸ Innen obligasjoner skilles det mellom obligasjoner med lavrisiko/lavrente, såkalt Investment Grade ("IG")¹⁹, og høyrisiko/høyrente, såkalt High Yield ("HY").

¹⁷ Investorene i annenhåndsmarkedet kan være alt fra småsparere til store institusjonelle investorer som fond, pensjonskasser og banker.

¹⁸ Merk at begrepet fixed income ikke er avgrenset til obligasjoner, men kan også brukes om andre instrumenter som gir fast inntekt.

¹⁹ Avgrensningen av IG er basert på kredittrateringer fra ratingbyråer som S&P og Moody's.

- (79) DNB tilbyr samtlige tjenester som faller inn under investment banking, herunder rådgivning om gjeldsstruktur og syndikering av større lån.²⁰ Carnegie tilbyr tjenester i hovedsegmentene (M&A, ECM og DCM), men ikke rådgivning om gjeldsstruktur og syndikering av større lån. Carnegie har også svært begrenset virksomhet innen DCM i Norge.
- (80) DNB tilbyr handel med alle finansielle instrumenter, også derivat- og valutahandel. DNB tilbyr også aksjehandel i selvbetjente kanaler til forbrukere og andre ikke-profesjonelle kunder. Carnegie tilbyr kun handel med aksjer og obligasjoner, [REDACTED] I Norge har Carnegie kun tilbud rettet mot institusjonelle kunder.
- (81) Partenes markedsandeler innen investment banking og handel med verdipapirer behandles separat i hhv. kapittel 8.2 og 9.2 under. Det gir imidlertid i det følgende en overordnet beskrivelse av tjenestene og hvordan disse er forbundet.

7.2 Nærmere om investment banking

- (82) Kundene innen investment banking trenger bistand ved fusjoner og oppkjøp og børsnoteringer, eller de har behov for bistand til kapitalinnhenting, f.eks. ved å utstede aksjer eller obligasjoner for å finansiere vekst eller restrukturering. Kundene er tilnærmet utelukkende profesjonelle kjøpere.
- (83) Investeringsbanken bistår gjennom hele transaksjonsprosessen, herunder med rådgivning og markedsanalyse, verdsettelse og "plassering", dvs. selve innhenting av kapitalen/investorene i markedet. Investment banking er en regulert investeringstjeneste etter verdipapirhandelloven.²¹
- (84) Markedet har et klart internasjonalt preg. Et selskap som skal hente kapital i det norske markedet, vil sjelden begrense seg til å se etter norske investorer. Motsatt vil investorer stort sett også gjerne investere i flere land. Norske investeringsbanker er derfor avhengige av å ha et internasjonalt nettverk, mens utenlandske aktører også vil drive virksomhet i Norge. Som illustrasjon kan det vises til at DNB i forbindelse med denne transaksjonen har benyttet Morgan Stanley som finansiell rådgiver, mens Carnegie er bistått av Goldman Sachs.
- (85) Markedet henger tett sammen med økonomien og tilgangen til kapital. Det har de siste årene vært en lavere aktivitet innen M&A og ECM enn i foregående år, samtidig som flere utenlandske konkurrenter har styrket sin virksomhet i Norden og Norge. Dette skjerper konkurransen om hvert enkelt oppdrag.
- (86) Aktørene i markedet er svært differensierte og spenner fra mindre nasjonale aktører til globale finansforetak. De fleste aktørene er tilstede i alle segmenter, men det er også noen variasjoner, som beskrives nærmere under.
- (87) I det følgende vil vi gi en nærmere beskrivelse av markedsforholdene i hvert hovedsegment under investment banking.

(88) M&A

²⁰ Syndikering er en prosess der flere finansinstitusjoner går sammen for å tilby et stort lån til en låntaker, vanligvis fordi lånet er for stort for én enkelt institusjon å håndtere. Dette gjør det mulig å spre risikoen og kapitalbehovet over flere långivere.

²¹ Virksomhetens regulatoriske betegnelse er "plassering" og "rådgivning om foretaks kapitalstruktur", jf. verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 6 og 7 og § 2-6 første ledd nr. 6.

- (89) Investeringsbankens rolle i en M&A-prosess varierer. Den kan være (i) rådgiver til selger (kunden vurderer å selge hele eller deler av et selskap), (ii) rådgiver til kjøper (kunden vurderer å kjøpe hele eller deler av et selskap), (iii) fusjonsrådgiver (kunden vurderer en fusjon), eller (iv) strategisk rådgiver (kunden ønsker råd om eierskapsstrategi).
- (90) Bistanden består typisk av å vurdere de involverte selskapenes finansielle og økonomiske tilstand, identifisere eller vurdere potensielle kjøpere, forberede dokumentasjon, gi anbefalinger om struktur og pris, koordinere due diligence, bistå i forhandlinger og gjennomgå transaksjonsdokumenter.
- (91) De viktigste konkurranseparameterne er relevant erfaring, team og bransjekunnskap, nettverk til potensielle kjøpere, relasjon til selskapene og honorar. Målselskapene kan være alt fra små vekstselskaper til store børsnoterte selskaper. Potensielle kjøpere eller investorer kan typisk være PE-fond eller aktører innenfor samme eller tilgrensende bransje, men også andre typer selskaper eller investorer.
- (92) Det er generelt svært mange aktører som tilbyr slike tjenester. Aktørbildet vil variere noe basert på transaksjonsverdi (selskapsverdi), selv om det må understrekes at det her på ingen måte er skarpe skiller. Veldig mange aktører er til stede i flere segmenter, og dette varierer også med den generelle økonomien (som styrer antall oppdrag i markedet), kapasitet, relasjoner mv. Det foreligger i liten grad etableringsbarrierer mellom segmentene, med unntak av de største transaksjonene, som vil kreve en viss kapasitet.

- **Små transaksjoner**

22 23

- **Mellomstore transaksjoner**

- **Store transaksjoner**

²² Som

²³ Som

(93) **ECM**

(94) Kundene (utstederne) innen ECM er ofte større foretak, enten norske eller utenlandske, som søker kapital gjennom en børsnotering, eller allerede børsnoterte selskaper som ønsker å gjennomføre ytterligere aksjeutstedelser for å hente inn mer kapital.

(95) Disse selskapene har ofte komplekse og betydelige finansieringsbehov og gjennomfører store transaksjoner, og har derfor stor innkjøpsmakt. I tillegg har disse selskapene en viss frihet til å velge hvilken markeds plass (børs) de ønsker å noteres på. For eksempel har mange norske selskaper og selskaper notert på handelsplass i Norge valgt å også noteres på internasjonale børser for å tiltrekke seg et bredere investormarked.²⁴ Også investorene/kjøperne (og selgerne i tilfelle av salg av større aksjeposter) i ECM-transaksjoner kan være både norske og utenlandske.

(96) Tilbyderne konkurrerer om å tiltrekke seg transaksjoner, og konkurrerer særlig på plasseringsevne, relevant erfaring, bransjekunnskap, team, analytiker/analyse og honorar.

(97) Det er et stort antall aktører til stede innenfor ECM.

25

(98) Konkurrentene innenfor ECM er i stor grad de bankeide og frittstående meglerhusene, men også enkelte spesialister innen særskilte sektorer, [REDACTED]. På de mellomstore og større ECM-transaksjonene konkurrerer tilbyderne også med de store internasjonale aktørene. Enkelte av de internasjonale aktørene har økt satsingen i det nordiske markedet, og det finnes eksempler på at internasjonale aktører også går etter de mindre transaksjonene: I en 500 millioner kroners emisjon i Hexagon Purus (2023) var BNP Paribas og Barclays f.eks. tilretteleggere sammen med ABG.

(99) **DCM**

(100) DCM refererer til utstedelse av gjeld i kapitalmarkedet, først og fremst obligasjoner. I tillegg inngår endring av obligasjonslån og restrukturering av allerede utstedte obligasjoner. Innen ikke-finansielle foretak finnes en blanding av HY og IG, mens det blant finansielle og offentlige foretak er en høy andel IG. Carnegie har som nevnt en svært begrenset virksomhet innen DCM i Norge og ingen virksomhet innen IG-segmentet.

²⁴ Det har det siste året også vært en trend i retning av at flere selskaper søker dual listing i Norge og USA, eventuelt flytter noteringen fra Norge til USA.

²⁵ [REDACTED]

- (101) Obligasjonsutstedelsene har som regel en minimumsallokering på 100 000 euro. Salgsprosessen gjennomføres vanligvis av et spesialisert team som lager en kredittanalyse, og det arrangeres investormøter for å presentere tilbudet til potensielle investorer.
- (102) Kundene er både finansielle og ikke-finansielle foretak som finansierer seg ved låneopptak i obligasjonsmarkedet. Dette kan være selskaper, banker og andre finansielle aktører, forvaltere og investeringsfond, eller offentlige aktører. Kundene er både norske og utenlandske, og har betydelige finansielle ressurser og store kapitalbehov. Videre har disse kundene tilgang til flere finansieringskilder, inkludert banklån og egenkapital. Kundene har på denne bakgrunn stor innkjøpsmakt.
- (103) Konkurransen i dette markedet kommer fra meglerhusene, og på større transaksjoner er internasjonale aktører betydelige konkurrenter. Konkurransbildet innen DCM er det samme uavhengig av størrelse på transaksjonen. [REDACTED]

7.3 Nærmere om handel med verdipapirer (aksjer og obligasjoner)

- (104) Når aksjer eller obligasjoner som er utstedt i førstehåndsmarkedet, senere kjøpes og selges videre, skjer det i andrehåndsmarkedet eller sekundærmarkedet. Investorene i annenhåndsmarkedet kan være alt fra småsparere til store institusjonelle investorer som fond, pensjonskasser og banker. Meglerhusenes rolle på annenhåndsmarkedet er å utføre ordre fra kunder om å kjøpe eller selge verdipapirer på en markeds plass. Ved handel med aksjer tar megleren ut et gebyr, en såkalt kurtasje, som utgjør meglerens inntekter fra verdipapirhandelen. Ved handel med obligasjoner tar megleren ikke kurtasje, men får inntekter i form av en margin. Obligasjoner handles stort sett Over The Counter ("OTC") og rapporteres gjennom en Approved Publication Arrangement ("APA").
- (105) Også handel med verdipapirer har et internasjonalt preg. For eksempel tilbyr både DNB og Carnegie handel med aksjer globalt. DNB er medlem på markeds plassene Euronext Oslo, Nasdaq Nordic, NGM og Cboe. Handler i andre markeder og på andre markeds plasser skjer via tredjeparter (f.eks. Goldman Sachs).
- (106) Markedet inkluderer en rekke aktører, herunder [REDACTED] samt andre internasjonale banker og meglere. De fleste sparebanker tilbyr en eller annen form for aksjehandel til kunder, og det finnes mange mindre foretak som også tilbyr dette f.eks. [REDACTED]

8 MARKEDET FOR INVESTMENT BANKING

8.1 Markedsavgrensing

8.1.1 Produktmarked

- (107) Kommisjonen har i tidligere avgjørelser vurdert et overordnet marked for investment banking, men samtidig identifisert følgende plausible markedssegmenter: (i) M&A-rådgivning (M&A), (ii) kapitalmarkedsvirksomhet, inkludert rådgivning om børsnoteringer og aksjeutstedelser (ECM), og (iii)

tjenester knyttet til tilrettelegging av nye utstedelser av aksjer og obligasjoner (DCM). Kommisjonen konkluderte imidlertid ikke endelig på avgrensning av produktmarkedet.²⁶

- (108) Etter Melders syn kan markedsavgrensningen i denne saken holdes åpen, da foretakssammenslutning under enhver omstendighet ikke i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse, jf. konkurranseloven § 16. I det følgende vil det skilles mellom M&A, ECM og DCM, da det ikke finnes relevant markedsdata for et overordnet marked, og denne inndelingen samsvarer med tilgjengelig markedsdata, jf. punkt 8.4 under.

8.1.2 Geografisk marked

- (109) Kommisjonen har i sin tidligere praksis vurdert den geografiske utstrekning av investeringsbanktjenester som EØS-dekkende eller globalt, men holdt åpent om enkelte deler av markedet bør ses fra et nasjonalt perspektiv.²⁷

- (110) I en nyere avgjørelse har Kommisjonen vurdert at markedet for investment banking, og mulige segmenteringer, sannsynligvis er større enn nasjonalt i utstrekning og i hvert fall EØS-vidt.²⁸ Den endelige geografiske utstrekningen av markedet ble holdt åpen.

- (111) Melder anser markedet for investeringsbankvirksomhet som minst nordisk, og sannsynligvis minst EØS-vidt. Som vi vil utdype under, møter norske og nordiske aktører sterk konkurranse fra en rekke globale aktører, med stadig økt tilstedeværelse. Det er imidlertid ikke nødvendig å konkludere endelig, ettersom foretakssammenslutningen selv med den snevreste mulige markedsavgrensningen ikke vil begrense konkurransen.

8.2 Totalmarked og markedsandeler

- (112) Som beskrevet over, kan markedet for investment banking potensielt anses å omfatte hele EØS eller være globalt. Partene har ikke presise tall på deres markedsandel på EØS-nivå, men den samlede markedsandelen antas å være under 1 prosent.

- (113) Det som finnes av tilgjengelig data, er inndelt etter hovedsegmentene M&A, ECM og DCM. Melder vil derfor oppgi markedsandeler basert på dette, beregnet etter beste evne. De estimerte markedsandelene inntatt i Vedlegg 7 under er imidlertid beheftet med usikkerhet:

- Når det gjelder markedsandeler basert på omsetning, er hvor mye hver aktør tar for sine tjenester ikke offentlig kjent. Melder har således ikke tilgang til nøyaktige tall for inntektene til hver aktør. Et estimat av omsetning er som beskrevet nedenfor utarbeidet av Dealogic²⁹, og er kun tilgjengelig for det nordiske markedet. Det finnes ikke tilgjengelige data for å kunne beregne markedsandeler for et hypotetisk norsk marked basert på omsetning.

²⁶ M.11111 - UBS/Credit Suisse avsnitt 46-50 med videre henvisninger. Se også avsnitt 56 (b): "[T]he market for investment banking is considered to be highly fragmented and competitive, with a large number of players active including strong global and EEA-wide players and players with strong positions in individual Member States. This is confirmed by the results of the market investigation, as the respondents on average rate the overall competitiveness of the market for investment banking with a rating of above 4 (out of 5)".

²⁷ M.7044 - Blackstone/Goldman Sachs/Rothsay; M.5384 - BNP Paribas/Fortis og M.3894 - Unicredito/HVB.

²⁸ M.11111 - UBS/Credit Suisse avsnitt 53.

²⁹ Dealogic er en ekstern leverandør av data og informasjonstjenester innen investment banking og oppgir markedsandeler basert på transaksjonsverdi og estimert omsetning i Norden.

- I alle segmenter er det vanlig at flere aktører er involvert i samme transaksjon, og for M&A kan dette gjelde både på kjøps- og salgssiden. Markedsandeler beregnet ut fra **antall transaksjoner** fører derfor til at en enkelt transaksjon blir registrert på alle involverte aktører og inngår i deres respektive markedsandeler slik at summen blir over 100 prosent. I Melders egne beregninger er antall transaksjoner justert slik at antall transaksjoner fordeles ut for de involverte rådgiverne, slik at dersom det har vært to rådgivere på en transaksjon, vil hver av dem få tildelt 0,5 transaksjon hver. Antall transaksjoner per meglerhus tilsvarer derfor meglerhusets andel av tilgjengelige oppdrag for transaksjoner utført. Denne metoden antas å gi et bedre bilde av markedsandel, da det antas at rådgivere deler på honoraret på oppdrag med mer enn én rådgiver
- Når det gjelder markedsandeler basert på **transaksjonsverdi**, tar heller ikke de hensyn til at rådgiverne kan ha hatt ulik involvering i den enkelte transaksjon. Fordelingen av honoraret er ofte ikke kjent. I beregningene har Melder på samme måte som ved antall transaksjoner derfor fordelt en lik andel av transaksjonsverdien til hver av de involverte rådgiverne. For eksempel, hvis fire meglerhus var involvert i en transaksjon, vil hver av dem bli tildelt 25 prosent av den samlede transaksjonens verdi. Denne metoden antas å gi et bedre bilde av markedsandel, da det antas at rådgivere deler på honoraret på oppdrag med mer enn én rådgiver.

(114) Markedsandelene vil også fluktuere fra år til år uavhengig av meglerhusenes ressursbruk og strategi. Endringer i økonomien påvirker antall transaksjoner og i hvilken bransje eller segment transaksjonene skjer. Videre kan også store enkelttransaksjoner påvirke markedsandelene basert på transaksjonsverdi.³⁰

(115) I følge Dealogic sin statistikk har Partene følgende markedsandeler i Norden 2023:

Tabell 2: Partenes markedsandeler i Norden 2023 basert på Dealogic statistikk

	M&A		ECM		DCM	
	Basert på omsetning	Basert på transaksjonsverdi	Basert på omsetning	Basert på transaksjonsverdi	Basert på omsetning	Basert på transaksjonsverdi
DNB	[REDACTED]	[REDACTED] ³¹	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
Carnegie	[REDACTED] ³²	[REDACTED] ³³	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED] ³⁴	[REDACTED] ³⁵
Samlet	[REDACTED]					

³⁰ Statistikken fra Dealogic illustrerer dette tydelig.

[REDACTED]

³¹ [REDACTED]

³² [REDACTED]

³³ [REDACTED]

³⁴ [REDACTED]

³⁵ [REDACTED]

- (116) Melder har gjort egne beregninger av et nordisk og norsk marked basert på Dealogic, MergerMarket³⁶ og Stamdata³⁷, og har oppgitt markedsandeler på følgende måleindikatorer:
- i. Antall transaksjoner, basert på statistikk fra MergerMarket for M&A og Dealogic for ECM og DCM (Norden) og Stamdata for DCM (Norge)
 - ii. Transaksjonsverdi, statistikk fra MergerMarket for M&A og Dealogic for ECM og DCM (Norden) og Stamdata for DCM (Norge)
 - iii. Estimert omsetning (fees), basert på informasjon fra Dealogic
- (117) Det geografiske markedet i beregningene er avgrenset som følger:
- i. M&A: Målselskapets tilhørighet, dvs. i tabellen for Norge er det medtatt transaksjoner der target er norsk.
 - ii. ECM: Land der aksjene er børsnotert.
 - iii. DCM: "Norden" er avgrenset som obligasjoner utstedt basert på lånedokumentasjon utarbeidet av Nordic Trustee, uavhengig av utsteders tilhørighet.³⁸ "Norge" er avgrenset av lånedokumentasjon utstedt basert på norsk lånedokumentasjon utarbeidet av Nordic Trustee (ISIN-identifikatoren har prefikset "NO").
- (118) Melders estimerte markedsandeler for investment banking for Norden og Norge er inntatt som Vedlegg 7. I vedlegget oppgis markedsandeler for M&A og ECM i Norden basert på antall transaksjoner, transaksjonsverdi og omsetning. Markedsandeler for DCM i Norden oppgis basert på transaksjonsverdi. Markedsandeler for M&A, ECM og DCM i Norge oppgis basert på antall transaksjoner og transaksjonsverdi.
- Vedlegg 7: Estimerte markedsandeler investment banking Norden og Norge
- (119) Melder understreker at markedsandelene vil være overestimerte, da det ikke hensyntas at kunder i Norge og Norden orienterer seg internasjonalt. Eksempelvis vil det for ECM ikke hensyntas at norske kunder kan velge å investere i utenlandske børsnoteringer eller emisjoner. Andelene er dermed ikke illustrerende for de alternativene en kunde har når de skal hente inn kapital. Markedet er definert til der det har vært rådgivere med på transaksjonen, totalmarkedet vil være større da mange mindre transaksjoner gjøres uten rådgiver, kun med bistand fra advokater mv.

8.3 Etableringshindringer

- (120) I investment banking markedet er det varierende etableringshindringer avhengig av segment. Hva gjelder M&A, kan nye aktører relativt enkelt starte opp og tilby rådgivningstjenester, men de vil møte

³⁶ MergerMarket er også en ekstern leverandør av statistikk innen M&A, men rapporterer kun på antall deals og transaksjonsverdi for hver aktør, og oppgir ikke markedsandeler.

³⁷ Stamdata er leverandør for statistikk i det nordiske markedet for obligasjoner.

³⁸ Nordic Trustee tilbyr dokumentasjon for Norge, Sverige, Danmark og Finland, se [Documentation and templates – Nordic Trustee](#).

utfordringer knyttet til å etablere relasjoner, både til målselskap og kjøpere, som er avgjørende for å konkurrere.

- (121) Bistand som innebærer at man henter inn egenkapital eller fremmedkapital i markedet (såkalt "plassering"), krever konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven. Slik konsesjonsplikt utløser blant annet en rekke krav til organisering av virksomheten, krav til ledelse og eiere og løpende krav til kapitaldekning. De aller fleste aktører i markedet for investment banking i Norge i dag har slik konsesjon som verdipapirforetak. Videre kan foretak med konsesjon i en annen EØS-stat drive virksomhet i Norge under samme konsesjon, enten som grensekryssende eller gjennom en filial.³⁹ De kan også utpeke en tilknyttet agent i Norge som kan tilby de aktuelle tjenestene.
- (122) Utover det regulatoriske må en aktør som skal etablere seg i ECM og DCM, ha en kritisk plasseringsevne, solid infrastruktur for oppgjør, samt omfattende analytiske ressurser.

8.4 Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i markedet for investment banking

- (123) I et EØS-marked for investment banking vil Partenes markedsandeler være minimale, og foretakssammenslutningen vil ikke ha noen virkning. Selv om et snevrere nordisk marked eller et hypotetisk nasjonalt marked legges til grunn, vil ikke foretakssammenslutningen i betydelig grad hindre effektiv konkurranse.
- (124) Kundene innen investment banking er som nevnt profesjonelle kjøpere med stor innkjøpsmakt, og ofte villige til å bytte leverandør for å oppnå mer konkurransedyktige priser eller bedre tjenester. Disse kundene har et stort antall aktører de kan velge mellom, noe som virker disiplinerende for aktørene. Innkjøpene skjer gjennom såkalte "beauty contests", hvor flere selskaper blir bedt om å pitche oppdraget. En del kjøpere engasjerer egne rådgivere for å bistå i prosessen med valg av tilrettelegger(e). Rothschild og SDG er eksempler på slike aktører som opererer i Norge. Tilbyderne konkurrerer dermed hardt om å tiltrekke seg transaksjoner, og konkurrerer særlig på plasseringsevne, relevant erfaring, bransjekunnskap, team, analytiker/analyse og honorar.
- (125) For etablerte aktører er det få etableringshindringer når det gjelder å utvide tilbudet til andre segmenter eller tilgrensende jurisdiksjoner. For eksempel kan en aktør som tilbyr M&A-tjenester, også enkelt få konsesjon for å tilby ECM-tjenester, og de vil typisk ha den nødvendige infrastrukturen og relasjonene på plass. Et eksempel på en ny aktør er Zonda i Sverige, som ble etablert av to tidligere ansatte i et meglerhus, og spesialiserte seg på ECM i helsesektoren.⁴⁰
- (126) Markedsandelene oppgitt under punkt 8.2 og i vedlegg 7 over, samt aktørbildet innen de ulike segmentene, understreker under enhver omstendighet at foretakssammenslutningen ikke vil hindre effektiv konkurranse i betydelig grad uansett hvilken segmentering som legges til grunn.
- (127) **M&A**
- (128) Både basert på statistikk fra Dealogic og etter Melders egne estimater vil Partenes samlede markedsandeler ikke overstige █ prosent i Norden. Som det fremgår av tabellen i vedlegg 7, har hver

⁴⁰ Se: <https://zondapartners.com/>.

av Partene en estimert markedsandel på rundt [redacted] prosent, basert på transaksjonsverdi. [redacted]

[redacted] alle ha større markedsandeler enn den sammenslåtte enheten. Markedet er definert til der hvor det har vært rådgivere med på transaksjonen, men det vil i tillegg være mange transaksjoner som gjøres uten rådgivere, særlig på de mindre M&A transaksjonene.

- (129) I et hypotetisk norsk marked vil Partene heller ikke ha samlet markedsandel over [redacted] prosent. Videre står DNB og Carnegie overfor betydelig konkurranse fra flere store aktører. Når det ses på markedsandeler basert på transaksjonsverdi, har Partene en samlet markedsandel på [redacted] prosent. Aktører som [redacted] har markedsandeler som er mellom fire og fem ganger høyere enn DNB og Carnegie til sammen. Ser man på antall transaksjoner, har DNB en markedsandel på ca. [redacted] prosent, mens Carnegie har [redacted] prosent. Også dette illustrerer et marked med sterk konkurranse, hvor betydelige internasjonale aktører er tungt inne.
- (130) Dette viser klart at foretakssammenslutningen ikke i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse verken i et nordisk eller et snevert nasjonalt marked for M&A.
- (131) **ECM**
- (132) Basert på Melders egne beregninger vil Partene ha en samlet markedsandel på under [redacted] prosent etter foretakssammenslutning i et nordisk marked for ECM.⁴¹ ECM-segmentet i et nordisk marked er fragmentert og preges av hard konkurranse fra en rekke aktører, inkludert både store banker og uavhengige meglerhus. ECM-segmentet i et nordisk marked består av totalt [redacted] [redacted] av markedet basert på transaksjonsverdi. Partenes markedsandel og aktørbildet innen dette markedet viser klart at foretakssammenslutningen ikke i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse. Markedet er definert til der hvor det har vært tilretteleggere med på transaksjonen, men det vil i tillegg være mange transaksjoner som gjøres uten tilretteleggere, særlig på de mindre ECM-transaksjonene.
- (133) I dette segmentet har DNB en markedsandel på ca. [redacted] prosent og Carnegie ca. [redacted] prosent, målt etter transaksjonsverdi. Ser man på antall transaksjoner, har DNB en andel på ca. [redacted] prosent, mens Carnegie har en andel på ca. [redacted] prosent. Basert på disse beregningene vil Partene ha en samlet markedsandel på under [redacted] prosent i Norden. I et hypotetisk norsk marked har DNB en estimert markedsandel på [redacted] prosent målt etter både transaksjonsverdi og antall transaksjoner, mens Carnegie har hhv. [redacted] prosent (transaksjonsverdi) og [redacted] prosent (antall transaksjoner).
- (134) ECM-segmentet i et hypotetisk norsk marked preges av intens konkurranse fra en rekke aktører, inkludert både store banker og uavhengige meglerhus. Flere av disse aktørene har større markedsandeler enn Partene til sammen. Basert på transaksjonsverdi har [redacted] en større markedsandel enn DNB og Carnegie til sammen. Basert på antall transaksjoner er [redacted] større enn Partene til sammen.

⁴¹ For ordens skyld nevnes det at basert på Dealogic sin statistikk vil Partenes samlede markedsandel innen ECM være på [redacted] prosent basert på transaksjonsverdi.

- (135) Det er heller ingen indikasjoner på at Partene er hverandres nærmeste konkurrenter innen ECM-segmentet i et hypotetisk marked i Norge. Både DNB og Carnegie konkurrerer om større og mindre prosjekter, men det gjør også de andre aktørene på markedet, slik som [REDACTED] med flere.
- (136) Markedet er som nevnt også preget av sterke, profesjonelle kjøpere. DNB vil ikke ha markedsrett etter transaksjonen, og det er ingen andre faktorer som tilsier at transaksjonen vil føre til redusert konkurranse.
- (137) **DCM**
- (138) Basert på statistikken fra Dealogic vil Partene ha en samlet markedsandel i Norden på under [REDACTED] prosent etter foretakssammenslutning. DCM-segmentet i Norden er preget av konkurranse med flere sterke aktører, der ingen har en dominerende posisjon. [REDACTED] er alle jevnstore med DNB. Internasjonale aktører som [REDACTED] med flere, bidrar også til konkurransen. I tillegg er det en økende konkurranse fra internasjonale gjeldsfond (direct lenders). Det understrekes også at utstederne/kundene er norske og utenlandske, som like gjerne kan hente kapital utenfor Norge.
- (139) I et hypotetisk norsk marked har DNB en markedsandel på ca. [REDACTED] prosent, mens Carnegie har en minimal andel anslått til under [REDACTED] prosent, basert på transaksjonsverdi. Basert på antall transaksjoner har DNB en andel på [REDACTED] prosent mot Carnegie med under [REDACTED] prosent. Dersom de beregnede markedsandelene basert på transaksjonsverdi legges til grunn, er HHI før sammenslåing på [REDACTED], mens HHI etter sammenslåing vil være [REDACTED]. Det gir en økning i HHI på 12,96.⁴² Foretakssammenslutningen gir følgelig ikke opphav til noen konkurransebekymringer, jf. Kommisjonens horisontale retningslinjer punkt 20.
- (140) Det er etter dette klart at foretakssammenslutningen ikke i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse i markedet for investment banking, jf. konkurranseloven § 16.

8.5 Viktigste kunder, konkurrenter og leverandører

- (141) Kunder
Det er utfordrende å gi en presis oversikt over de viktigste kundene, da dette varierer betydelig mellom de ulike segmentene. I tillegg er investment banking prosjektbasert slik at kundene vil endre seg år for år. Det er sjelden slik at noen aktører gjør så regelmessige transaksjoner at de er en viktigere kunde enn andre, selv om dette kan forekomme.
- (142) En samlet oversikt over DNBs transaksjoner og tilknyttede kunder finnes på DNBs nettside.⁴³ En tilsvarende oversikt for Carnegie er tilgjengelig på deres nettside.⁴⁴
- (143) Partene anser disse som sine mest sentrale kunder, og ber om at Konkurransetilsynet anser kravet i konkurranseloven § 18 a bokstav d som oppfylt.

⁴² Melder ser ikke at det er mulig å beregne HHI-økning basert på markedsandeler fra antall transaksjoner, da den totale markedsandelen overstiger 100 prosent.

⁴³ <https://www.dnb.no/en/markets/investment-banking/credentials>.

⁴⁴ <https://www.carnegie.no/category/investment-banking/>.

(144) Konkurrenter:

Også konkurransesituasjonen varierer mellom segmentene. DNB ber tilsynet om å anse aktørene med høyest markedsandeler innen hvert segment, som nevnt i punkt 8.2, som DNBs og Carnegies viktigste konkurrenter, og med det anser kravet i konkurranseloven § 18 a bokstav d som oppfylt.

(145) Leverandører:

Partenes viktigste leverandører innen markedet for investment banking vil være lisensgivere, analysetjenester, IT-leverandører og leverandører av kunderapporter. Det er krevende å rangere viktigheten av disse. I tabellen under er noen av de sentrale leverandørene til Partenes investeringsbankvirksomhet oppgitt.

Tabell 3: DNB og Carnegies leverandører innen investment banking

DNBs viktigste leverandører		Carnegies viktigste leverandører	

(146) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for DNB eller Carnegies konkurrenter, kunder og leverandører.

9 MARKEDET FOR HANDEL MED VERDIPAPIRER

9.1 Markedsavgrensning

9.1.1 Produktmarked

(147) Kommisjonen har tidligere funnet at tjenester som handel med verdipapirer (aksjer, obligasjoner og derivater), valutahandel, pengemarkedsinstrumenter og handel med andre finansielle instrumenter er en del av et marked for finansmarkedstjenester.⁴⁵ Partene har som nevnt kun overlapp innenfor handel med aksjer og obligasjoner, som inngår i et slikt større marked. Melder vil derfor i det følgende omtale et marked for handel for verdipapirer, men da kun med fokus på aksjer og obligasjoner.

(148) Etter Partenes vurdering er det ikke grunnlag for å skille mellom verdipapirhandel som tilbys personkunder og bedriftskunder. Tjenesten som tilbys de to kundegruppene, er identisk, både hva gjelder innhold og pris (kurtasje som beregnes per transaksjon).⁴⁶ Det samme gjelder profesjonelle tradere og institusjonelle investorer, selv om disse typisk har et større innslag av rådgivning/analyse og personlig oppfølging som en del av sitt tjenestetilbud. Som nevnt over, har Carnegie kun tilbud rettet mot institusjonelle kunder.

⁴⁵ M.11111 - UBS/Credit Suisse avsnitt 46–47 og 51–53.

⁴⁶ Pga. minstekurtasje vil personkunder gjerne få høyere prosent kurtasje i snitt, ettersom mindre volum oftere vil gi minsteprisen.

9.1.2 Geografisk marked

- (149) Kommisjonen har ikke tatt endelig stilling til om et marked for finansmarkedstjenester er nasjonalt eller EØS-vidt i utstrekning.⁴⁷
- (150) Etter Melders syn har markedet et klart internasjonalt preg, særlig hva gjelder handel i aksjer. Historisk har norske og nordiske meglerhus stått for det meste av aksjehandelen på Oslo Børs. Noen år etter innføringen av Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)⁴⁸ i 2007 ble Oslo Børs konkurranseutsatt, og en stadig større andel av handelen i noterte aksjer skjer på multilaterale handelsplasser (MTF-er), og de største internasjonale investeringsbankene tiltrakk seg stadig større andeler av ordreflyten.
- (151) For formålet med denne meldingen er det ikke nødvendig å ta endelig stilling til den geografiske utstrekningen av markedet, da Partene vil ha en begrenset markedsandel uavhengig av markedsavgrensning.

9.2 Totalmarked og markedsandeler

- (152) Partene er ikke kjent med eksterne rapporter e.l. som har vurdert og anslått størrelsen på markedet for handel med verdipapirer. I det følgende estimeres markedsandeler innen handel med hhv. aksjer og obligasjoner i Norge.
- (153) Oslo Børs fører månedlige meglerstatistikker innen **aksjehandel**. Meglerstatistikken gir en oversikt over aktører som er involvert i handel med aksjer, egenkapitalbevis, tegningsretter og ETP-er (ETF-er og ETN-er) på Oslo Børs' handelsplattformer⁴⁹. Oversikten inkluderer ikke norske kunders handel over andre handelsplattformer utenfor Norge. Den inkluderer heller ikke handel med norske aksjer gjennomført på andre markedsplattformer enn Oslo Børs. Statistikken omfatter handel utført på vegne av både private og profesjonelle kunder.

Vedlegg 8: Meglerstatistikk fra Oslo Børs per november 2020

- (154) Frem til november 2020 ble statistikken publisert i sin helhet. Etter dette har aktørene kun innsikt i sin egen markedsandel. Siden 2020 har internasjonale aktører tatt en stadig større del av handelen. Flere internasjonale aktører er blitt direkte medlemmer på Oslo børs, og disse aktørenes markedsandel har økt over tid. Det er også viktig å presisere at mange norske meglerhus og banker handler i verdipapirer gjennom investeringsbankene, og har avsluttet sine direktemedlemskap på Oslo Børs eller sender en mindre andel på børsen i eget navn. Dette medfører at markedsandelene beregnet ut fra Oslo Børs sin statistikk ikke gir et fullstendig reelt bilde av meglerhusenes faktiske flyt og konkurranseposisjon innen aksjehandel.
- (155) Partenes samlede markedsandeler, basert på meglerstatistikken fra Oslo Børs i 2020, er på 13,45 prosent basert på omsetning og 10,55 prosent basert på antall transaksjoner. Partenes respektive markedsandel fordeler seg slik:

⁴⁷ M.11111 - UBS/Credit Suisse avsnitt 46–47 og 51–53, og COMP/M.5495 - Unicredit/Banca IM//Eurotix SIM JV.

⁴⁸ MiFID hadde som mål å skape et enkelt europeisk marked for finansielle tjenester ved å harmonisere reguleringene på tvers av EU-medlemslandene. Denne regulatoriske konsistensen gjorde det lettere for internasjonale selskaper å operere innenfor EU, noe som la til rette for grensekryssende handel og investering.

⁴⁹ Oslo Børs, Euronext Expand (tidl. Oslo Axess) og Euronext Growth (tidl. Merkur Market).

- DNB (inkl. Sbanken): 11,12 prosent (basert på omsetning) og 9,56 prosent (basert på antall transaksjoner)
- Carnegie: 2,33 prosent (basert på omsetning) og 0,99 prosent (basert på antall transaksjoner)

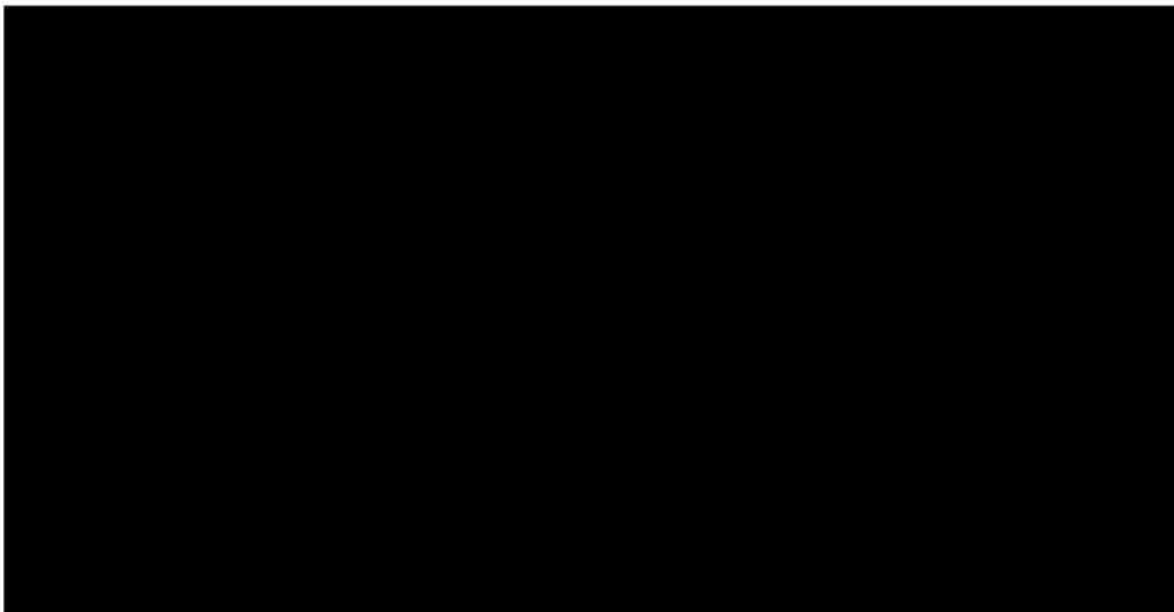
(156) I 2023 var Partenes markedsandel som følger:

Tabell 4: Partenes andel av aksjehandel på Oslo Børs (2023)

	Omsetning (EUR)	Markedsandel
Totalmarked	255 225 044 618	100 prosent
DNB		
Carnegie		

(157) Diagrammet under illustrerer DNBS markedsandeler gjennom 2023. Oversikten viser at selv om Sbankens markedsandeler ble tillagt DNB fra august 2023, har DNBS markedsandel for handler på Oslo Børs sunket fra [redacted] prosent. DNBS egen markedsutvikling er illustrert i Figur 3 under:

Figur 3: DNBS markedsutvikling og markedsandel innen aksjehandel (2023)



(158) I et marked større enn nasjonalt anslår Partene en samlet markedsandel innen aksjehandel [redacted] prosent.

(159) Det er ikke mulig å beregne markedsandel for annenhånds handel med **obligasjoner**, ettersom disse ikke rapporteres sentralt, men på mange forskjellige plattformer, og således umuliggjør noen samlet offentlig statistikk. DNB er en større aktør i det norske og nordiske obligasjonsmarkedet, men Carnegie er veldig liten. Markedsposisjon i annenhåndshandel er som regel relatert til posisjon innen primærutstedelser (DCM) og tilstedeværelse av et kompetansemiljø som også inkluderer

kredittanalyse. Således er Carnegies lave markedsandel innen DCM (under [REDACTED] prosent målt etter både transaksjonsverdi og antall transaksjoner jf. punkt 8.2 og 8.4) en indikator på at deres andel i annenhåndsmarkedet er liten.

9.3 Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i et norsk marked for handel med verdipapirer

(160) Handel i aksjer

(161) Som redegjort for over, er Partenes samlede markedsandeler basert på meglerstatistikken fra Oslo Børs [REDACTED] prosent basert på omsetning og [REDACTED] prosent basert på antall transaksjoner. Dersom man regner ut Partenes samlede markedsandel i 2023, har markedsandelen blitt redusert til [REDACTED] prosent. Partenes markedsandel er under 20 prosent uavhengig av måleindikator, og det foreligger følgelig ikke noe berørt marked. Det bemerkes for ordens skyld at en stor del av DNBS aksjehandler er på andre børser og handelsplasser.

(162) Statistikken fra Oslo Børs viser også at markedet er preget av svært mange aktører, både nasjonale og internasjonale. I segmentet for institusjonelle og profesjonelle investorer finner man blant annet investeringsbanker som [REDACTED] samt nordiske aktører som [REDACTED]. Institusjonelle og profesjonelle investorer har stor kunnskap og kan enkelt bytte mellom de ulike aktørene, skulle de se seg tjent med det.

(163) Økt tilgjengelighet av internasjonale handelsplattformer har ført til at en større andel av handelen har flyttet fra nordiske aktører til internasjonale aktører. Den økte konkurransen fra internasjonale aktører bidrar til et betydelig prispress.

(164) Handel i obligasjoner

(165) Markedet for obligasjonshandel er preget av mange aktører, som i stor grad sammenfaller med hvilke aktører som er aktive innen investment banking og særlig DCM, jf. kapittel 8 over. På samme måte som obligasjonsutstedere kan være internasjonale selskaper uten tilknytning til Norden som velger å ta opp lån under nordisk dokumentasjon, er investorene også både nordiske og globale. Partene vil dermed møte sterk konkurranse fra nordiske aktører som blant annet [REDACTED].⁵⁰ [REDACTED] Det er videre lave etableringshindre for andre eksisterende meglerhus med konsesjon, da konkurransefortrinn hovedsakelig er kompetanse og relasjoner. Kundene er hovedsakelig profesjonelle investorer som har relasjoner til flere meglerhus og kan velge hvem de ønsker å handle med.

(166) I lys av disse faktorene er det klart at foretakssammenslutningen ikke vil ha noen innvirkning på markedet for handel i verdipapirer eller et overordnet marked for handel i finansielle instrumenter.

(167) Vertikal relasjon

(168) Som det fremgår nedenfor, er [REDACTED] en av de viktigste kundene til [REDACTED] innenfor verdipapirhandel. Det er fordi [REDACTED] er Norges største fondsforvalter, jf. kapittel 10 nedenfor, noe som innebærer at [REDACTED] er en relativt stor investor på Oslo Børs. Som alle andre investorer av noe størrelse

⁵⁰ [REDACTED]

braker alle tilbyderne av meglertjenester i markedet, og vil dermed per automatikk være en av de største kundene hos alle.

- (169) Det ligger ingen risiko for utestengende virkning i dette. DNB vil ikke ha insentiv til å stenge investorer ute fra å benytte sin meglervirksomhet, og vil ikke ha insentiver til ikke å bruke konkurrerende meglertjenester – begge disse hypotetiske scenariene bryter helt fundamentalt med hvordan markedet fungerer. Under enhver omstendighet påvirkes DNBs posisjon på fondsforvaltning bare helt marginalt av transaksjonen (se kapittel 10), og DNB vil, som påvist ovenfor, ikke få markedsmakt på markedet for handel med verdipapirer.

9.4 Viktigste konkurrenter, kunder og leverandører

9.4.1.1 DNB

- (170) Nedenfor gis en oversikt over DNBs fem viktigste konkurrenter, kunder og leverandører hva gjelder markedet for handel i verdipapirer i Norge, jf. konkurranseloven § 18 a bokstav d.

Tabell 5: DNBs viktigste konkurrenter og kunder for handel med aksjer i Norden

Konkurrenter	Kunder

Tabell 6: DNBs viktigste konkurrenter og kunder for handel med obligasjoner i Norden

Konkurrenter	Kunder

Tabell 7: DNBs viktigste konkurrenter og kunder for handel med aksjer i Norge

Konkurrenter	Kunder

Tabell 8: DNBs viktigste konkurrenter og kunder for handel med obligasjoner i Norge

Konkurrenter	Kunder

(171) DNBs viktigste leverandører innen markedet for handel med verdipapirer vil være lisensgivere, analysetjenester, IT-leverandører og leverandører av kunderapporter. Det er krevende å rangere viktigheten av disse. I tabellen under er noen av de sentrale leverandørene til DNB oppgitt.

Tabell 9: DNBs viktigste leverandører innen handel med verdipapirer

DNBs viktigste leverandører	

(172) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for DNBs konkurrenter, kunder og leverandører i et norsk marked for handel i verdipapirer.

9.4.1.2 Carnegie

(173) Nedenfor gis en oversikt over Carnegies fem viktigste konkurrenter, kunder og leverandører hva gjelder markedet for handel i verdipapirer i Norge, jf. konkurranse-loven § 18 a bokstav d.

Tabell 10: Carnegies viktigste konkurrenter og kunder for handel i verdipapirer i Norge⁵¹

Konkurrenter	Kunder

⁵¹ Carnegie har som nevnt svært begrenset virksomhet innen handel med obligasjoner og oppgir derfor kunder og konkurrenter samlet for handel innen verdipapirer.

⁵² Som nærmere redegjort for i kapittel 10, er DNB en betydelig aktør innen fondsforvaltning og benytter seg derfor av alle tilgjengelige aksjemeglere for å utføre kjøp og salg av aksjer på vegne av fondets investorer.

- (174) Carnegies viktigste leverandører innen markedet for handel med verdipapirer vil være leverandører av oppgjørssystem, informasjonstjenester og analysesystem. Det er krevende å rangere viktigheten av disse. I tabellen under er noen av de sentrale leverandørene til Carnegie oppgitt.

Tabell 11: Carnegies viktigste leverandører innen handel med verdipapirer

Carnegies viktigste leverandører		

- (175) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for Carnegies konkurrenter, kunder og leverandører i et norsk marked for handel i verdipapirer.

10 MARKED FOR VERDIPAPIRFOND

10.1 Innledning

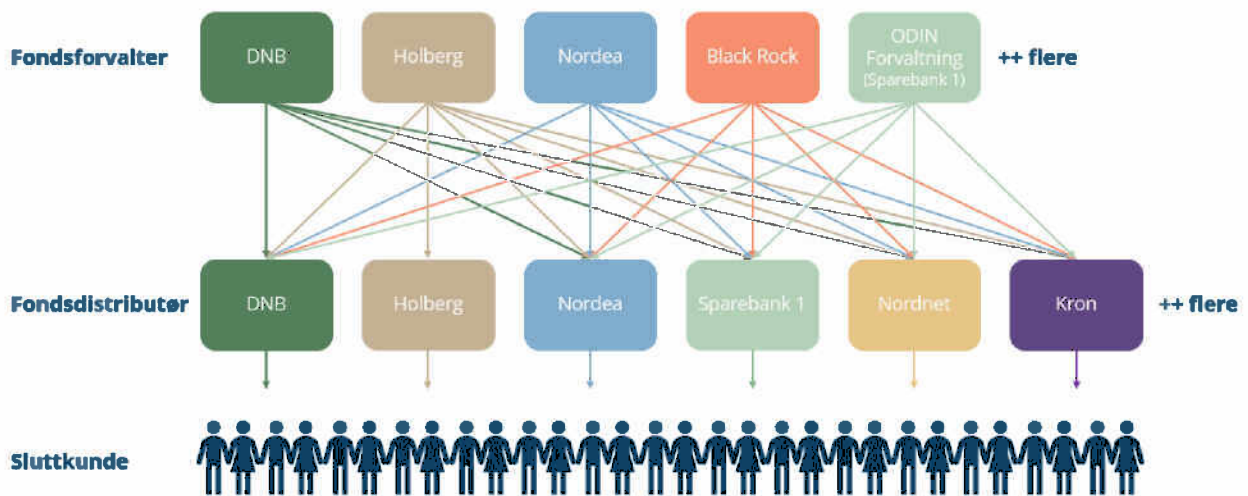
- (176) Begge Parter har virksomhet innen fondsforvaltning. Et verdipapirfond (fond) er en kollektiv investering der mange investorer går sammen om å plassere penger i verdipapirmarkedet. Hvert fond har en profesjonell forvalter som styrer investeringene. For hvert fond etableres det et mandat og en risikoprofil. Kundene er primært norske institusjonskunder og norske personkunder.

- (177) Carnegies fondsforvaltningsvirksomhet i Norge er gjennom Holberg. Selv om enkelte av fondene fra Carnegie Fonder⁵³ er tilgjengelige for norske personkunder gjennom norske distributører og for institusjonsmarkedet generelt, utgjør andelen norske kunder en svært liten del. Carnegie har imidlertid, som beskrevet i punkt 4.2 over, konkurranserettslig kontroll i Holberg.

- (178) En figur som beskriver verdikjeden for fond, bestående av fondsforvalteren, distributører og sluttkunder er inntatt under.

⁵³ Dette inkluderer seks tidligere Didner & Gerge fond som er registrert i Norge for markedsføring og salg. Salget av disse er helt marginalt i Norge.

Figur 4: Verdikjeden for fond – fondsforvaltere, distributører og slutt kunder



(179) I DNB/Sbanken ble det i tilknytning til personmarkedet avgrenset et separat marked for *distribusjon*. Her er det kun DNB som er aktiv. Salg av fondsprodukter til institusjonskunder skjer gjennom de respektive fondsselskaperes egendistribusjon og investeringsrådgivere som retter seg mot dette kundeselementet, og er dermed en del av fondsforvaltning. Institusjonssegmentet preges av at det er et globalt marked med en rekke utenlandske aktører som også er aktive i det norske markedet.

(180) Til privatkunder distribuerer DNB både egne fond og fond fra tredjeparter. Holberg har på sin side kun salg av egne fond. Selv dette har imidlertid et svært begrenset omfang - det anslås at minst [redacted] prosent av Holbergs salg til privatpersoner skjer gjennom tredjeparter. Fondene til Carnegie Fonder distribueres kun til norske privatkunder gjennom tredjeparter som f.eks. Nordnet. Følgelig er distribusjonsmarkedet ikke horisontalt berørt av transaksjonen.

(181) I det følgende vil dette beskrives nærmere. Ettersom det primært er innenfor fondsforvaltning at Partene har konkurrerende virksomhet, er det dette som vil bli mest utførlig behandlet. Vi vil imidlertid også kort behandle markedet for fondsdistribusjon til privatkunder.

(182) Avslutningsvis vil vi kort vurdere de vertikale aspektene (punkt 10.6). Som det fremgår der, er andre forvaltere på ingen måte avhengige av distribusjon gjennom DNB. Det er derfor ingen risiko for utestengende virkninger i denne relasjonen, som under enhver omstendighet ikke påvirkes av transaksjonen, siden Holberg ikke er en aktør på distribusjonsmarkedet. DNB vil heller ikke ha mulighet eller incentiver til å nekte andre distributører tilgang til distribusjon av fondene til DNB/Holberg. Den beskjedne økningen i markedsandel på markedet for fondsforvaltning til personkunder viser dette med all tydelighet.

10.2 Markedsavgrensning – fondsforvaltning

10.2.1 Produktmarked

(183) Kommisjonen har i tidligere saker dels ansett produksjon og forvaltning av fond for personkunder og bedrifter for å inngå i et større marked for kapitalforvaltning, som foruten fondsproduksjon og

forvaltning inkluderer porteføljeforvaltning for institusjonelle investorer.⁵⁴

- (184) I tidligere saker har Kommisjonen både vurdert et overordnet marked for kapitalforvaltning, og at kapitalforvaltning for hhv. private og institusjonelle kunder utgjør separate produktmarkeder. Innen kapitalforvaltning for institusjonelle kunder har Kommisjonen vurdert et skille mellom aktiv og passiv kapitalforvaltning. Tilsvarende har Kommisjonen innen kapitalforvaltning for privatkunder vurdert et skille mellom hhv. åpne og lukkede fond, dvs. mellom fond som ikke har begrensninger på antall investorer, og fond som begrenser antall investorer til en mindre gruppe. Kommisjonen har holdt den endelige avgrensningen av markedet for kapitalforvaltning, herunder om det skal anses som et overordnet marked eller segmenteres i tråd med det ovenfornevnte, åpen.⁵⁵
- (185) For denne meldingens formål er det ikke nødvendig å konkludere endelig på markedsavgrensning, ettersom transaksjonen ikke vil hindre effektiv konkurranse, uansett hvilken segmentering som legges til grunn.
- (186) For fullstendighetens skyld vil Partene oppgi markedsandeler både i et overordnet marked for fondsforvaltning, samt i potensielle snevrere produktmarkeder for fondsforvaltning for hhv. privatkunder og institusjonelle kunder.

10.2.2 Geografisk marked

- (187) I tidligere saker har Kommisjonen vurdert at markedet for kapitalforvaltning både kan være globalt, EØS-vidt og nasjonalt i utstrekning. Kommisjonen har holdt den endelige konklusjonen åpen.⁵⁶
- (188) Det relevante geografiske markedet for kapitalforvaltning har blitt vurdert til å være enten nasjonalt eller EØS-vidt. Kommisjonen har sett det som sannsynlig at i hvert fall noen segmenter innen kapitalforvaltning er EØS-vidt, herunder de segmenter som gjelder institusjonelle kunder, ettersom disse kundene ofte er villige til å anskaffe kapitalforvaltningsprodukter og -tjenester utenfor nasjonale grenser.⁵⁷ Kapitalforvaltning for privatkunder er i tidligere saker ofte ansett som en del av bankvirksomhet, og det er særlig viktigheten av distribusjon som er pekt på som en mulig begrunnelse for nasjonale markeder.⁵⁸
- (189) Tidligere kjøpte privatkunder fond hos forvalter, og da er det naturlig med en nasjonal avgrensning for personkunder. Innføringen av ASK har imidlertid gitt et skille mellom forvaltning og distribusjon for personkunder, og i dag distribuerer fondsdistributørene i Norge fond forvaltet av både nasjonale og internasjonale aktører til norske personkunder. Det er dermed ikke grunnlag for å skille mellom norske og utenlandske fond i markedsavgrensningen.

⁵⁴ COMP/M.10499 - *State Street/BBH* avsnitt 45 med videre henvisninger. Se også M.11111 - *UBS/Credit Suisse* avsnitt 31 (b): “[T]he market for asset management is considered to be highly fragmented and competitive, with a large number of players active. [...] This is confirmed by the results of the market investigation, as the respondents on average rate the overall competitiveness of the market for asset management with a rating of above 4 (out of 5).”

⁵⁵ COMP/M.10499 - *State Street/BBH* avsnitt 45 med videre henvisninger.

⁵⁶ COMP/M.10499 - *State Street/BBH* avsnitt 48 med videre henvisninger.

⁵⁷ Case M.8257 - *NN GROUP/DELTA LLOYD* avsnitt 112 med videre henvisning til blant annet COMP/M.6812 - *SFPI/Dexia* avsnitt 32.

⁵⁸ Se for eksempel M.8359 - *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments* avsnitt 28.

- (190) Flere norske fondsforvaltere flytter også sin virksomhet ut av Norge, blant disse Alfred Berg og Nordea, men vil fortsette å tilby fond til norske kunder.⁵⁹ Dette taler også for at markedet er større enn nasjonalt.
- (191) Dersom markedet for fondsforvaltning avgrenses globalt eller til EØS, vil Partenes markedsandeler være ubetydelige. For formålet med denne meldingen vil det imidlertid oppgis markedsandeler på det norske markedet, som er snevrest mulig marked.

10.3 Totalmarked og markedsandeler

- (192) Et marked for fondsforvaltning for institusjonelle kunder er utvilsomt større enn Norge. Partene har ikke tallgrunnlag for å beregne deres samlede andel av fondsforvaltningsmarkedet i EØS eller Norden, men antar at den vil være svært begrenset, og i alle tilfelle langt under ■ prosent i EØS og under ■ prosent i et nordisk marked. Fondsforvaltning for institusjonelle kunder vil derfor ikke være et horisontalt berørt marked.
- (193) Bare dersom det legges til grunn et norsk marked for fondsforvaltning (norsk forvaltede fond), vil DNBS markedsandel overstige ■ prosent. Partene understreker imidlertid at også et hypotetisk marked for fondsforvaltning til personmarkedet, etter Partenes oppfatning, som nevnt er større enn nasjonalt, ettersom det finnes en rekke utenlands forvaltede fond tilgjengelig for norske personkunder (gjennom egne eller uavhengige distributører), og salget er stadig økende.
- (194) For denne meldingens skyld har Partene tatt utgangspunkt i tilgjengelige data fra Verdipapirfondenes forening (VFF).⁶⁰ Statistikken til VFF oppgir total forvaltningskapital for *norske* fondsforvaltere per utgangen av 2023, samt tall for hhv. personkunder og institusjonelle kunder.⁶¹ Statistikken fra VFF er inntatt som Vedlegg 9-11.

Vedlegg 9: Statistikk fra VFF – totalmarkedet 2023

Vedlegg 10: Statistikk fra VFF – norske personkunder 2023

Vedlegg 11: Statistikk fra VFF – norske institusjonskunder 2023

- (195) Partene har tatt utgangspunkt i statistikkene fra VFF ved beregning av markedsandeler:

⁵⁹ Se: <https://e24.no/boers-og-finans/i/QM9Mjx/fondsflukten> og <https://e24.no/boers-og-finans/i/vgw4Vp/flytter-fondene-ut-av-landet-vil-komme-kundene-til-gode>. Artiklene adresserer at flere norske kapitalforvaltere har varslet [utflagging av sine aksje- og rentefond](#) som følge av det de opplever som ugunstige konkurransevilkår. Dette illustrer at fondsforvaltningsmarkedet er internasjonalt, samtidig som distribusjonen til kundene ikke påvirket. Se også presentasjonen fra møtet 7. november 2024, side 18.

⁶⁰ Se: <https://vff.no/historisk-statistikk?token=OzHdNxZ7WSAuibW9G4FsKWa6ITsnXdKe#2023>.

⁶¹ Se: <https://vff.no/historisk-statistikk?token=OzHdNxZ7WSAuibW9G4FsKWa6ITsnXdKe#2023>.

Tabell 12: Markedsandeler fondsforvaltning totalt (2023)

Fondsforvaltning totalt (2023)		
Aktør	Totalt forvaltet kapital (i milliarder kroner)	Markedsandel
DNB	495,4	25,1 prosent
Holberg Fondsforvaltning	35,6	1,8 prosent
Storebrand Asset Management	325,7	16,5 prosent
KLP Kapitalforvaltning	304,7	15,4 prosent
Nordea Funds	232,1	11,7 prosent
Alfred Berg Kapitalforvaltning	130,6	6,6 prosent
ODIN Forvaltning	110,7	5,6 prosent
Danske Invest Asset Management	103,6	5,2 prosent
Pareto Asset Management	53,4	2,7 prosent
Andre norske	215,4	9,1 prosent
Totalt	1 971,9	100 prosent

Tabell 13: Markedsandeler fondsforvaltning norske personkunder (2023)

Fondsforvaltning norske personkunder (2023)		
Aktør	Totalt forvaltet kapital (i milliarder kroner)	Markedsandel
DNB	164,2	37,7 prosent
Holberg Fondsforvaltning	4,1	0,9 prosent
ODIN Forvaltning	75,3	17,3 prosent
Storebrand Asset Management	55,2	12,7 prosent
KLP Kapitalforvaltning	46,9	10,8 prosent
Nordea Funds	21,1	4,8 prosent
Eika Kapitalforvaltning	20,09	4,6 prosent
Handelsbanken Kapitalforvaltning	13,01	2,9 prosent
Danske Invest Asset Management	11,3	2,6 prosent
Alfred Berg Kapitalforvaltning	6,2	1,4 prosent
Andre norske aktører	16,8	3,8 prosent
Totalt	434,7	100 prosent

Tabell 14: Markedsandeler fondsforvaltning norske institusjonskunder (2023)

Fondsforvaltning norske institusjonskunder (2023)		
Aktør	Totalt forvaltet kapital (i milliarder kroner)	Markedsandel
DNB	173,09	17,1 prosent
Holberg Fondsforvaltning	24,6	2,4 prosent
KLP Kapitalforvaltning	256,3	25,3 prosent
Alfred Berg Kapitalforvaltning	104,4	10,3 prosent
Storebrand Asset Management	103,7	10,2 prosent
Danske Invest Asset Management	89,1	8,8 prosent
Nordea Funds	74,5	7,4 prosent
Pareto Asset Management	47,7	4,7 prosent
Equinor Kapitalforvaltning	40,5	4,0 prosent
Handelsbanken Kapitalforvaltning	27,0	2,6 prosent
Andre norske aktører	70,6	6,9 prosent
Totalt	1 011,9	100 prosent

- (196) Det bemerkes at statistikken fra VFF ikke inkluderer utenlandsk forvaltede fond som distribueres i Norge, til tross for at både personkunder og institusjonelle kunder plasserer midler i utenlandske fond. Dette utgjør en relativt betydelig og økende andel også i personmarkedet, jf. at det allerede er flere hundre utenlandske forvaltede fond tilgjengelige (eller som raskt kan bli tilgjengelige) for norske personkunder.
- (197) Statistikken for norske personkunder inkluderer dessuten i all hovedsak kun forvaltningskapital plassert på ASK og alminnelig handlekonto. Statistikken inkluderer ikke (eller lite) volumer fra IPS, og heller ikke forvaltningskapital fra fond som inngår i andre spareprodukter eller -ordninger, som f.eks. investeringskonto. Det vises i denne sammenheng også at det vil være forskjell i fokus på ulike spareordninger hos aktørene, slik at aktører som har fokus på ASK og alminnelig handlekonto, vil få en mye større markedsandel basert på VFF sin statistikk enn det er grunnlag for.
- (198) Statistikken fra VFF overestimerer derfor markedsandelene til Partene, men underbygger likevel at foretakssammenslutningen ikke er egnet til å ha konkurransebegrensende virkninger. For ordens skyld skal det bemerkes at Carnegie Fonder har norske kunder, uten at dette er reflektert i statistikken til VFF. Disse kundene vil imidlertid utgjøre en helt marginal markedsandel uansett avgrensning.

10.4 Foretakssammenslutningen vil ikke i betydelig grad hindre effektiv konkurranse i markedet for fondsforvaltning

- (199) I et nordisk marked for fondsforvaltning er Partenes markedsandel under 10 prosent.

- (200) Basert på VFF sin statistikk har Melder og målvirksomheten i dag hhv. 25,1 og 1,8 prosent markedsandel blant norske fondsforvalteres salg til norske kunder. Dersom markedet segmenteres basert på type kunde, vil Partene i et hypotetisk marked for norsk fondsforvaltning til institusjonskunder uansett ha under 20 prosent markedsandel basert på VFF sin statistikk, og det vil dermed ikke foreligge noe berørt marked i konkurranserettslig forstand. I et hypotetisk marked for norsk fondsforvaltning til personkunder har DNB en markedsandel på 37,7 prosent i henhold til statistikken fra VFF. Carnegie (Holberg) har imidlertid bare en andel på 0,9 prosent. Som påpekt ovenfor, er statistikken til VFF ufullstendig, og blåser opp markedsandelen til DNB. Den omfatter i hovedsak bare ASK-kunder og bare norskregistrerte fond. De reelle markedsandelene er derfor lavere.⁶² Uansett er økningen i markedsandel minimal.
- (201) Verken i det overordnede fondsforvaltningsmarkedet i Norge eller i et potensielt snevrere marked for fondsforvaltning til personkunder vil sammenslutningen gi DNB en dominerende stilling eller en markedsposisjon som gjør selskapet i stand til å utøve markedsrett. I tillegg vil det være mange nasjonale og internasjonale aktører som fortsatt vil utøve konkurransepress på DNB.
- (202) Beregning av økning i HHI-konsentrasjon basert på statistikken fra VFF understreker også at foretakssammenslutningen ikke gir opphav til noen konkurransebekymringer, jf. Kommisjonens horisontale retningslinjer punkt 20:
- I et overordnet hypotetisk norsk marked for fondsforvaltning, jf. tabell 12 over, er HHI før foretakssammenslutningen beregnet til 1 478,28. Etter foretakssammenslutningen vil HHI være på 1 569,09. HHI-konsentrasjonen vil dermed øke med 90,81 som følge av foretakssammenslutningen.
 - I et hypotetisk norsk marked for fondsforvaltning til personkunder, jf. tabell 13 over, er HHI før foretakssammenslutningen beregnet til 2 085,88. Etter foretakssammenslutningen vil HHI være på 2 157, 62. HHI-konsentrasjonen vil dermed øke med 71,74 som følge av foretakssammenslutningen.
 - I et hypotetisk norsk marked for fondsforvaltning til institusjonelle kunder, jf. tabell 14 over, er HHI før foretakssammenslutningen beregnet til 1 377,86. Etter foretakssammenslutningen vil HHI være på 1 461,07. HHI-konsentrasjonen vil dermed øke med 83,22 som følge av foretakssammenslutningen.
- (203) Endring i HHI vil følgelig være under 150 under alle mulige segmenteringer. Foretakssammenslutningen gir dermed ikke opphav til noen konkurransebekymringer, jf. Kommisjonens horisontale retningslinjer punkt 20. Vi vil igjen understreke at Melder anser at VFF sin statistikk overdriver DNBs markedsandeler. Likevel viser altså HHI-beregningene at foretakssammenslutningen ikke gir opphav til noen konkurransebekymringer.
- (204) Det er heller ingen holdepunkter for at Partene er nære konkurrenter, og i særdeleshet ikke hverandres *nærmeste* konkurrenter. Antallet tilgjengelige fond og Partenes respektive (og svært ulike) markedsandeler viser dette. Det er heller ingen indikasjoner på at Carnegie eller Holberg er en

⁶² Merk også at VFF-statistikken kun gjelder på forvaltningsnivået, og gir ikke uttrykk for markedsandeler i markedet for salg til personkunder (fondsdistribusjonsmarkedet).

innovasjonsdriver eller konkurrerer ekstra aggressivt på pris innen markedet for fondsforvaltning i Norge. Dette underbygges av at Carnegie gjennom Holberg har hatt stabile markedsandeler innen fondsforvaltning i Norge de tre siste årene:

Tabell 15: Markedsandeler Carnegie (Holberg) tre siste år basert på VFF sin statistikk

	Markedsandel fondsforvaltning (totalt)	Markedsandel fondsforvaltning personkunder	Markedsandel fondsforvaltning institusjonelle kunder
2020	1,64 prosent	0,57 prosent	2,33 prosent
2021	1,48 prosent	0,49 prosent	2,15 prosent
2022	1,65 prosent	0,72 prosent	2,34 prosent

(205) Det er etter dette klart at transaksjonen ikke i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse i markedet for fondsforvaltning, jf. konkurranseloven § 16.

10.4.1 Viktigste konkurrenter, kunder og leverandører

10.4.1.1 DNB

(206) Nedenfor gis en oversikt over DNBs fem viktigste konkurrenter og kunder hva gjelder fondsforvaltning totalt, fondsforvaltning til norske personkunder og fondsforvaltning til norske institusjonelle kunder, jf. konkurranseloven § 18 a bokstav d.

Tabell 16: DNBs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning totalt

Fondsforvaltning totalt		
Konkurrenter		Kunder ⁶³
Navn	Estimert markedsandel ⁶⁴	
		X

⁶³ De viktigste kundene vil være personkunder og institusjonelle kunder. Personkundene er individuelle privatpersoner og oppgis derfor ikke. Institusjonelle kunder er oppgitt i tabell 18 under.

⁶⁴ Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

Tabell 17: DNBs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning personkunder

Fondsforvaltning personkunder		
Konkurrenter		Kunder ⁶⁵
Navn	Estimert markedsandel ⁶⁶	
[Redacted]		

Tabell 18: DNBs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning institusjonelle kunder

Fondsforvaltning institusjonelle kunder					
Konkurrenter		Kunder			
Navn	Estimert markedsandel ⁶⁷	Navn			
[Redacted]					

(207) DNBs viktigste leverandører innen dette markedet vil være lisensgivere, analysetjenester, IT-leverandører og leverandører av kunderapporter.

Tabell 19: DNBs viktigste leverandører i et norsk marked for fondsforvaltning

Leverandører	
[Redacted]	
[Redacted]	
[Redacted]	
[Redacted]	
[Redacted]	

⁶⁵ Kundene er privatpersoner og oppgis derfor ikke.

⁶⁶ Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

⁶⁷ Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

(208) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for DNBs konkurrenter, kunder og leverandører i et norsk marked for fondsforvaltning.

10.4.1.2 Carnegie/Holberg

(209) Nedenfor gis en oversikt over Carnegie/Holbergs fem viktigste konkurrenter, kunder og leverandører hva gjelder et norsk marked for fondsforvaltning jf. konkurranseloven § 18 a bokstav d.

Tabell 20: Carnegie/Holbergs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning totalt

Fondsforvaltning totalt		
Konkurrenter		Kunder ⁶⁸
Navn	Estimert markedsandel ⁶⁹	X
[Redacted]		
[Redacted]		
[Redacted]		
[Redacted]		

Tabell 21: Carnegie/Holbergs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning personkunder

Fondsforvaltning personkunder		
Konkurrenter		Kunder ⁷⁰
Navn	Estimert markedsandel ⁷¹	X
[Redacted]		
[Redacted]		
[Redacted]		
[Redacted]		

⁶⁸ De viktigste kundene vil være personkunder og institusjonelle kunder. Personkundene er individuelle privatpersoner og oppgis derfor ikke. Institusjonelle kunder er oppgitt i tabell 22 under.

⁶⁹ Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

⁷⁰ Kundene er privatpersoner og oppgis derfor ikke.

⁷¹ Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

Tabell 22: Carnegie/Holbergs konkurrenter og kunder - fondsforvaltning institusjonelle kunder

Fondsforvaltning institusjonelle kunder		
Konkurrenter		Kunder
Navn	Estimert markedsandel ⁷²	Navn
[Redacted content]		

(210) Carnegies viktigste leverandører innen dette markedet vil være de samme som for øvrig virksomhet og inkluderer IT-leverandører og konsulenttjenester.

Tabell 23: Carnegie/Holbergs viktigste leverandører i et norsk marked for fondsforvaltning

Leverandører	
	[Redacted content]

(211) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for Carnegie/Holbergs konkurrenter, kunder og leverandører i et norsk marked for fondsforvaltning.

10.5 Markedet for fondsdistribusjon

10.5.1 Innledning

(212) Distribusjonsmarkedet omfatter kun personkunder, for institusjonelle kunder skjer distribusjonen som en del av fondsselskapenes egendistribusjon.

(213) Som nevnt over, er det kun DNB som har virksomhet innen distribusjon av eksterne fond. Holberg har kun egne fond og distribuerer ingen eksterne fond/fond fra tredjeparter til privatkunder slik DNB gjør. Fondene til Carnegie Fonder distribueres til privatkunder kun gjennom tredjeparter (og i Sverige). Partene har dermed ingen overlappende aktiviteter innen distribusjon av fond fra tredjeparter.

(214) Holberg og Carnegie har videre en helt ubetydelig direkte distribusjon til personkunder i Norge. Dette underbygges av at Holberg ikke ble oppført som fondsdistributør i oversikten over aktører og respektiv markedsandel i Konkurransetilsynets vedtak og Konkurransesklagenemndas avgjørelse i *DNB/Sbanken*.

⁷² Beregnet ut fra forvaltet kapital basert på VFF sin statistikk.

DNB distribuerer en minimal andel av Holberg/Carnegie fond, og Partene har dermed en vertikal relasjon. Foretakssammenslutningens innvirkning på markedet for fondsdistribusjon og den vertikale relasjonen mellom Partene redegjøres for under.

10.5.2 Markedsavgrensning – fondsdistribusjon

10.5.2.1 Produktmarked

- (215) Kommisjonen har i tidligere saker holdt det åpent hvorvidt det foreligger et overordnet marked for banktjenester til personkunder, herunder fondsdistribusjon, eller om det foreligger separate markeder basert på hvilke produkter og tjenester som tilbys.⁷³
- (216) I Konkurransetilsynets vedtak V2021-13 (*DNB/Sbanken*) ble det ikke endelig konkludert på markedsavgrensningen, med det ble i konkurranseanalysen tatt utgangspunkt i et nasjonalt marked for fondsdistribusjon.
- (217) For denne meldingens formål tas det utgangspunkt i et marked for fondsdistribusjon til personkunder. Det er uansett ikke nødvendig å foreta en endelig konklusjon på markedsavgrensningen, ettersom Carnegie har et svært lite salg av fond direkte til personmarkedet, og at det uansett markedsavgrensning ikke skal være grunnlag for konkurransemessig bekymring.

10.5.2.2 Geografisk marked

- (218) I *DNB/Sbanken* la Konkurransetilsynet til grunn at markedet for fondsdistribusjon var nasjonalt i utstrekning.

10.5.3 Markedsandeler

- (219) Melder er ikke kjent med at det finnes tilgjengelige tall for beregning av markedsandeler for markedet for fondsdistribusjon i Norge.
- (220) Konkurransetilsynet beregnet imidlertid markedsandeler for det nasjonale markedet for fondsdistribusjon i vedtak *DNB/Sbanken*.⁷⁴ Markedsandelene ble lagt til grunn i Klagenemndas etterfølgende avgjørelse.⁷⁵ Som følge av mangel på annet tallgrunnlag ber Melder Konkurransetilsynet om å legge disse markedsandelene til grunn. Melder har ikke innsikt i de eksakte markedsandelene, men kun innsyn i markedsandeler i intervaller. Etter Melders syn har det ikke skjedd noen utvikling i markedet som tilsier at tallene ikke lenger er representative.
- (221) I følge Konkurransetilsynets beregninger har DNB en markedsandel på [REDACTED] prosent i markedet for fondsdistribusjon i Norge. Verken Holberg eller Carnegie fremgår av listen med aktører og deres respektive markedsandeler. Dette samsvarer med at Carnegie og Holberg har en svært ubetydelig distribusjon (egendistribusjon) til privatkunder i Norge, og en helt ubetydelig markedsandel.

10.5.4 Ingen horisontale virkninger i markedet for distribusjon av fond til privatkunder

- (222) I Konkurransetilsynets avgjørelse i *DNB/Sbanken* listes det opp 33 ulike aktører med aktivitet i markedet for distribusjon av fond, i tillegg til "andre" med en estimert markedsandel på 3,1 prosent.

⁷³ Se f.eks. sak COMP/M.10668 - *PPF/MMB* avsnitt 23 med videre henvisninger og sak COMP/M.8359 - *Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments* avsnitt 33.

⁷⁴ Se punkt 7.2.2 flg.

⁷⁵ Se punkt 7.4.2.2.

Dette illustrer at det totalt sett er et stort antall aktører som er aktive i markedet. I vedtaket estimerte Konkurransetilsynet HHI-konsentrasjonen basert på forvaltet kapital til 1 151, der Eika-aktørene ble behandlet som én aktør. Melder antar at dette vil være representativt også i dag slik at HHI-konsentrasjonen ikke overstiger 2 000. Slik redegjørelsen over viser, har Carnegie og Holberg ingen distribusjon for tredjeparter og selger kun egne fond, og endring i HHI som følge av foretakssammenslutningen vil derfor være langt under 150.

- (223) Selv om man skulle regne eget direktesalg som en del av distribusjonsmarkedet, vil foretakssammenslutningen dermed kun føre til en helt ubetydelig konsentrasjonsøkning. Som nevnt, har Holberg kun en markedsandel på 0,9 prosent på markedet for fondsforvaltning til privatkunder, og selger anslagsvis under [redacted] prosent av dette direkte. Markedsandelen på et distribusjonsmarked som inkluderer egendistribusjon, vil derfor være tilnærmet null. Foretakssammenslutningen gir derfor ikke opphav til noen konkurransebekymringer, jf. Kommisjonens horisontale retningslinjer punkt 20.

10.5.5 Viktigste konkurrenter, kunder og leverandører

- (224) Ettersom det ikke er overlappende virksomhet på distribusjonsmarkedet, er det ikke nødvendig å oppgi de viktigste konkurrentene, kundene og leverandørene jf. konkurranseloven § 18 a bokstav d. Nedenfor gis det likevel en oversikt over DNBs fem viktigste konkurrenter og leverandører hva gjelder fondsdistribusjon. Kundene vil være privatpersoner og oppgis derfor ikke. Slik informasjon for Carnegie oppgis derimot ikke, jf. fraværet av distribusjon for tredjeparter.

Tabell 24: DNBs konkurrenter og leverandører fondsdistribusjon

Fondsdistribusjon	
Konkurrenter	Leverandører
Navn	Navn ⁷⁶
[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]

- (225) Foretakssammenslutningen antas ikke å få noen virkning for DNBs konkurrenter, kunder og leverandører i et norsk marked for fondsdistribusjon.

10.6 Ingen vertikale virkninger i markedet for fondsforvaltning eller i markedet for fondsdistribusjon til privatkunder

- (226) Den vertikale relasjonen mellom Partene er helt minimal, ettersom DNB distribuerer mest av sine egne fond, og Holberg/Carnegie fond utgjør en helt minimal andel. Ved utgangen av 2023 representerte DNBs egne fond omtrent [redacted] prosent av total forvaltningskapital distribuert gjennom DNB. Per oktober

⁷⁶ Leverandører vil være ulike fondsforvaltere. Melder har oppgitt de fem største fondene som distribueres av DNB.

2024 utgjorde DNBs distribusjon av Holberg og Carnegie fond under [redacted] prosent, uansett hvilken måleindikator som benyttes:

Tabell 25: Carnegie og Holberg fond distribuert av DNB per oktober 2023

Carnegie og Holberg fond distribuert av DNB per oktober 2023						
Fond	Brutto tegnet	Andel av total brutto tegning (prosent)	Distribuert kapital i NOK	Prosent av totalt distribuert kapital	Antall kunder	Prosent av totalt antall kunder
Holberg	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
Carnegie	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]

(227) Foretakssammenslutningen vil ikke medføre noen risiko for utestengelse av andre fondsforvaltere, andre distributører eller for sluttkundene.

(228) **Ingen risiko for utestengelse av andre fondsforvaltere**

(229) Som nevnt, distribuerer DNB mest av sine egne fond, og DNBs markedsandel på distribusjonsmarkedet utgjør (inkludert distribusjon av egne fond) kun [redacted] prosent. Dette indikerer at andre fondsforvaltere ikke belager seg på DNB som en nødvendig distribusjonskanal for sine fond. De fleste andre fondsforvalterne i Norge er også vertikalt integrerte med egne distribusjonsnettverk. En eventuell utestengelsesstrategi (reduert tilgang/dårligere vilkår) etter foretakssammenslutningen vil derfor ikke kunne ha noen utestengende virkninger for disse aktørene, da disse, foruten å distribuere gjennom andre tredjepartsdistributører, også kan fortsette å distribuere gjennom egne nettverk.

(230) Transaksjonen endrer uansett ikke på situasjonen, ettersom den ikke påvirker DNBs posisjon på distribusjonsmarkedet.

(231) **Ingen risiko for utstenging av andre distributører**

(232) DNB vil verken ha mulighet eller insentiv til å begrense konkurrerende distributører gjennom å gi disse dårligere eller manglende tilgang på distribusjon av DNB eller Carnegie/Holberg fond. Denne typen utestengelse ville kun kunne være relevant dersom DNB som følge av foretakssammenslutning får en dominerende posisjon i oppstrømsmarkedet, noe som ikke er tilfellet, jf. punkt 10.5 over. Markedsandelen på markedet for fondsforvaltning øker marginalt som følge av transaksjonen.

(233) En slik strategi er ikke, og vil ikke bli, hensiktsmessig fordi den ikke vil være lønnsom. DNB som fondsforvalter oppnår høyere margin på forvalternivået enn på distribusjonsnivået. En beslutning om å distribuere DNB og Carnegie/Holberg fond bare gjennom DNBs egen distribusjonskanal, og dermed begrense distributørers tilgang til disse fondene, vil med betydelig grad av sannsynlighet redusere omsetningen for DNB. Det vises til at DNBs konkurrenter på distribusjonsleddet i dag distribuerer en stor andel av forvaltningskapitalen som ligger i fond forvaltet av DNB. DNB vil fortsatt ha økonomiske interesser i å distribuere fond gjennom konkurrerende distributører etter foretakssammenslutningen.

(234) DNBs teoretiske og hypotetiske insentiver og muligheter til å gi konkurrerende distributører dårligere eller manglende tilgang på distribusjon av DNB og Carnegie/Holberg fond påvirkes uansett ikke av

foretakssammenslutningen, siden Carnegie/Holberg har helt ubetydelige markedsandeler innen fondsforvaltning.

11 MARKED FOR PRIVATE BANKING

11.1 Partene har ikke overlappende virksomhet

- (235) Begge Partene tilbyr private banking. Private banking består av finansielle tjenester som vanligvis tilbys til privatpersoner, ofte gjennom særskilte bankrådgivere. Tjenestene inkluderer investeringsrådgivning, kapitalforvaltning, aksjehandel, tjenester for skatterapportering, eiendomsplanlegging og andre relaterte tjenester.
- (236) Carnegie tilbyr private banking tjenester i Sverige og Danmark, men ikke i Norge. DNB har kun private banking virksomhet i Norge, men unntak av noen få svenske kunder som betjenes fra Sverige.
- (237) Vi er ikke kjent med nyere praksis der Konkurransetilsynet har avgrenset det relevante markedet innen private banking. Kommisjonen har i nyere praksis funnet at dette inngår i et overordnet marked for banktjenester til personkunder, og markedet er ansett å være nasjonalt.
- (238) Partenes virksomhet innen private banking er derfor ikke overlappende. Ettersom dette er en internasjonal transaksjon, opplyses det for ordens skyld om Partenes estimerte markedsandeler i et nasjonalt og et nordisk marked.
- (239) Som nevnt, er det for denne meldingens formål ikke nødvendig å ta stilling til om private banking-tjenester inngår i et overordnet marked for banktjenester til personkunder.

11.2 Estimerte markedsandeler på nordisk nivå

- (240) Det finnes ingen kjent statistikk verken i Norge eller Norden over markedsandeler innen private banking (eller et større marked for retail banking), og det er utfordrende å etablere et "totalmarked" samt beregne markedsandeler.
- (241) Et grovt estimat kan beregnes med grunnlag i tall fra en artikkel fra Dagens Industri i 2024, hvor det nordiske markedet for private banking er estimert til omtrent 4 700 milliarder svenske kroner og 245 000 kunder.⁷⁷ Basert på dette estimatet vil DNB ha en markedsandel på omtrent ■ prosent med rundt ■ kunder og Carnegie en markedsandel på omtrent ■ prosent med ■ kunder. Dersom markedsandeler beregnes ut fra forvaltningskapital, vil DNB, med forvaltningskapital på ■ milliarder kroner, ha en markedsandel på ca. ■ prosent, mens Carnegie, med forvaltningskapital på rundt ■ milliarder kroner, vil ha en markedsandel på ■ prosent.
- (242) Det er viktig å merke seg at disse markedsandelene anses høye etter Melders syn, og Melder har ikke tilgang til underlaget for estimatet av markedsstørrelsen. Under enhver omstendighet antas det imidlertid at Partenes samlede markedsandeler vil være langt under ■ prosent i det nordiske markedet. Partene møter konkurranse fra en rekke aktører, inkl. Skandinavisk Enskilda Banken (SEB), Nordea og Formue mv. Digitale spareaktører som Nordnet og Avanza utfordrer også i økende grad de etablerte private banking-aktørene.

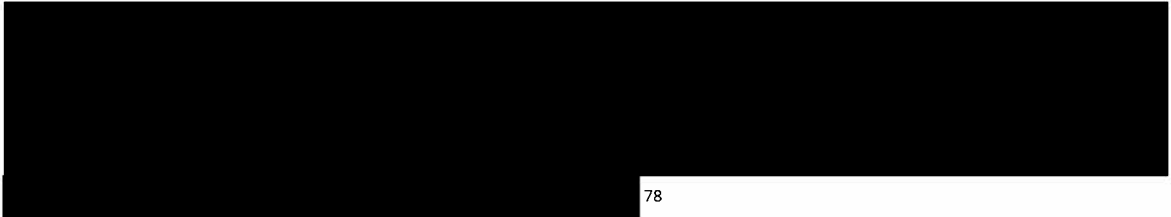
⁷⁷ Se: [Kamp om guldkunder – private banking växande marknad \(di.se\)](#).

(243) Ettersom det ikke er noe overlapp i et nasjonalt marked, så oppgis ikke Partenes viktigste kunder, konkurrenter og leverandører.

12 EFFEKTIVITETSGEVINSTER

(244) I tillegg til vesentlige inntektsynergier forventes foretakssammenslutningen å gi effektivitetsgevinster i form av stordriftsfordeler og driftskostnadssynergier. Videre vil sammenslutningen føre til et bredere produkttilbud til fordel for kundene ved at komplimentere kompetanse og geografiske virkeområder samles.

(245)



(246) Kombinasjonen av DNB og Carnegie forventes å gi kundene et bredere produktspekter og styrket rådgivning. Den sammenslåtte enheten vil tilby lokal kompetanse med en global verktøykasse, noe som vil forbedre evnen til å betjene kunder både i Norden og internasjonalt.

13 ÅRSBERETNING OG ÅRSREGNSKAP

(247) Vedlagt meldingen følger årsregnskap og årsrapporter for siste regnskapsår:

Vedlegg 12: Årsrapport og årsregnskap DNB 2023

Vedlegg 13: Årsrapport og årsregnskap Carnegie AB 2023

Vedlegg 14: Årsregnskap Holberg fondsforvaltning AS 2023

Vedlegg 15: Årsregnskap Carnegie AS 2023

14 KONFIDENSIALITET

(248) Denne meldingen inneholder forretningshemmeligheter, jf. konkurranseloven § 18 b. Forslag til offentlig versjon av meldingen og begrunnelse er vedlagt meldingen.

Vedlegg 16: Utkast til offentlig versjon av meldingen

Vedlegg 17: Begrunnelse for anmodning om unntak fra offentlighet

15 AVSLUTTENDE BEMERKNINGER

(249) Vi ber om å bli kontaktet dersom det skulle være spørsmål til meldingen.

- (250) I den grad meldingen eller andre dokumenter i saken ikke er publisert på Konkurransetilsynets nettside, ber vi om at DNB ved advokat Thea Skaug blir underrettet dersom Konkurransetilsynet mottar innsynsbegjæringer i meldingen eller andre dokumenter i saken.

Med vennlig hilsen
Advokatfirmaet Thommessen AS



Heidi Jorkjend
Advokat

VEDLEGGSLISTE

Vedlegg	Navn på vedlegg
1	Børsmelding DNB 21.10.24
2	Transaksjonsavtalen 21.10.24
3	Oversikt over datterselskaper i DNB-konsernet
4	Oversikt over DNBS minoritetsseierskap utenfor konsernet
5	Organisasjonskart DNB Markets
6	Oversikt over Carnegies juridiske struktur
7	Estimerte markedsandeler investment banking Norden og Norge
8	Meglerstatistikk fra Oslo Børs per november 2020
9	Statistikk fra VFF – totalmarkedet 2023
10	Statistikk fra VFF – norske personkunder 2023
11	Statistikk fra VFF – norske institusjonskunder 2023
12	Årsrapport og årsregnskap DNB 2023
13	Årsrapport og årsregnskap Carnegie AB 2023
14	Årsregnskap Holberg fondsforvaltning AS 2023
15	Årsregnskap Carnegie AS 2023
16	Utkast til offentlig versjon av meldingen
17	Begrunnelse for anmodning om unntak fra offentlighet