



FACULTAD DE DERECHO

**PROBLEMAS DE COMPETENCIA EN LAS
DISTINTAS FASES DE LA FINANCIACIÓN
SINDICADA**

Autor: Raúl Burgos Madrigal

5º A E-3 A

Derecho de la Competencia

Director: Dr. Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril 2018

Resumen:

En el presente trabajo de investigación se analizan los problemas relacionados con el Derecho de la Competencia concernientes a ciertas prácticas asociadas a la financiación sindicada a raíz del creciente interés de los organismos de competencia comunitarios y nacionales en el asunto. Para la mejor comprensión del análisis las posibles prácticas anticompetitivas se estudian por separado las diferentes fases relevantes del proceso de sindicación. Dentro de cada fase se analiza la posibilidad de que se realicen intercambios de información sensible que puedan dar lugar a una conducta colusoria, así como la fijación de precios y la existencia de posiciones de dominio colectivas entre otras. Además, se presta especial atención a las conductas anticompetitivas relacionadas con los derivados de cobertura de tipos de interés (*swaps* y *collars*) dada la relevancia de la reciente sanción impuesta por la CNMC a Santander, BBVA, Caixabank y Sabadell por la fijación de precios en la contratación de los mismos. Se concluye que, tanto en el caso de los préstamos sindicados en sí, como en la contratación de los derivados todavía se pueden mejorar las prácticas del mercado ya que, no se puede descartar que algunas puedan resultar abusivas.

Palabras clave: préstamos sindicados, competencia, fijación de precios, dominio colectivo, originación, sindicación, derivados sobre tipos de interés.

Abstract:

This research paper analyzes the problems related to Competition Law concerning certain practices associated with syndicated lending due to the growing interest of the European and national authorities. In order to provide a better explanation of the possible anticompetitive practices, the different relevant phases of the syndication process are studied separately. Within each phase, the possibility of exchanging sensitive information that may give rise to a collusive conduct, as well as the fixing of prices and the existence of collective domain positions among others, is analyzed. In addition, it is paid special attention to anticompetitive behavior related to interest rate derivatives (*swaps* and *collars*) given the relevance of the

recent sanction imposed by the CNMC on Santander, BBVA, Caixabank and Sabadell for fixing prices. It is concluded that, both in the case of the syndicated loans and derivatives, market practices can still be improved, since it cannot be ruled out that some may be abusive.

Key Words: syndicated loans, antitrust, price fixing, collective dominance, origination, syndication, interest rate derivatives.

LISTADO DE ABREVIATURAS

APLMA	Asia-Pacific Loan Market Association
CNMC	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CMOF	Contrato Marco de Operaciones Financieras
EEE	Espacio Económico Europeo
EMEA	Europe, Middle East and Africa
EIRD	Euro Interest Rate Derivative
EONIA	Euro Over-Night Index Average
FCA	Financial Conduct Authority
IRS	Interest Rate Swap
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LBO	Leveraged BuyOut
LDC	Ley de Competencia
LMA	Loan Market Association
LSTA	Loan Standard Trade Association
MLA	Managing Lead Arranger
NDA	Non-Disclosure Agreement
OFT	Office of Fair Trading
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OTC	Over the Counter

RAROC	Risk-Adjusted Return on Capital
RFP	Request for Proposal
ROI	Return on Investment
SOC	Sistema Organizado de Contratación
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TIBOR	Tokyo Interbank Offered Rate
TIR	Tasa Interna de Retorno
VAN	Valor Actual Neto
YIRD	Yen Interest Rate Derivative

ÍNDICE

1. Introducción.....	8
1.1. <i>Objeto del trabajo:</i>	8
1.2. <i>Justificación del tema de estudio:</i>	9
1.3. <i>Estructura del trabajo:</i>	13
1.4. <i>Metodología:</i>	14
2. La financiación sindicada.....	16
2.1. <i>Concepto:</i>	16
3. Estructuras de mercado:	19
4. Fases de la financiación y problemas de competencia asociados a las mismas:	24
4.1. <i>Originación:</i>	27
4.1.1. <i>Sondeos de mercado:</i>	29
4.1.2. <i>La posición del MLA como facilitador de un cártel:</i>	30
4.1.3. <i>Los contratos marco de la LMA como acuerdos de estandarización:</i>	32
4.2. <i>Sindicación:</i>	33
4.2.1. <i>Fijación de precios:</i>	34
4.2.2. <i>Limitar la entrada en el mercado de otros competidores:</i>	35
4.3. <i>Refinanciación, reestructuración y situaciones concursales:</i>	38
4.3.1. <i>Condicionar la refinanciación a la contratación de productos complementarios:</i>	39
4.3.2. <i>La firma del contrato entre acreedores:</i>	39
5. Contratos de cobertura del riesgo de tipos de interés:	42
5.1. <i>Funcionamiento de los swaps:</i>	44
5.2. <i>Funcionamiento de los collars:</i>	46

5.3. <i>Cálculo del valor de los derivados:</i>	49
5.4. <i>Problemas de competencia asociados a la contratación de derivados de cobertura del riesgo:</i>	51
6. Conclusiones:	56
7. Bibliografía.	61

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

<i>Tabla 1: Porcentaje de operaciones con préstamo sindicado en España en las que ha participado alguna de las entidades incoadas (en términos de unidades)</i>	<i>22</i>
<i>Tabla 2: Ranking de entidades financieras líderes en el mercado de préstamos sindicados en actuación como MLA en el año 2016 por volumen.</i>	<i>37</i>
<i>Tabla 3: Explicación Swap.....</i>	<i>45</i>
<i>Gráfico 4: Explicación Swap.....</i>	<i>46</i>
<i>Tabla 5: Explicación collar.....</i>	<i>48</i>
<i>Gráfico 6: Explicación collar.....</i>	<i>49</i>

1. Introducción.

1.1. Objeto del trabajo:

El tema sobre el que tratará este trabajo consiste en la identificación de los problemas de competencia asociados al proceso de financiación sindicada. La cuestión central del trabajo encuentra su fundamento en la preocupación por parte de las autoridades de competencia europeas ante la posible existencia de una cooperación demasiado estrecha y un intercambio excesivo de información entre las entidades de crédito cuando se unen para ofrecer préstamos sindicados. No obstante, la investigación de los reguladores no acaba en el proceso de sindicación en sí mismo, sino que en muchos casos se extiende a la contratación de derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo del contrato principal. De hecho, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) sancionó el pasado 13 de febrero de 2018 en la resolución del expediente S/DC/0579/16 Derivados Financieros, a Caixabank, Banco Santander, BBVA y Sabadell imponiéndoles una multa de 91 millones de euros. No obstante, el máximo organismo de competencia español no es el único que está investigando el mercado. La *Financial Conduct Authority*¹ (FCA), la Comisión Europea² y otros organismos nacionales de los Estados Miembros de la Unión Europea también están analizando la posible vulneración de las leyes de competencia en este mercado.

En este punto debe señalarse que la interacción entre las entidades financieras es necesaria para que la sindicación llegue a buen puerto. Sin embargo, para que el contenido de dichas interacciones se ajuste a la legalidad se deben cumplir una serie de requisitos que dependerán

¹ La Financial Conduct Authority es un organismo que elabora normas de conducta para 56,000 firmas de servicios financieros, así como para los mercados financieros en el Reino Unido.

² Management Plan 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/management-plan-comp-2017_en_0.pdf (último acceso 16/04/2018), véase pág. 11 y nota al pie 31: “*This area exhibits close cooperation between market participants in opaque or in-transparent settings, such as over-the-counter (OTC) activities, which are particularly vulnerable to anti-competitive conduct. Work will focus on obtaining relevant information on market structure, dynamics between market participants and potential competition issues*”.

de numerosas variables. Una las variables más representativas y en la que se centrará una parte importante del trabajo es la fase del proceso en la que se encuentre la sindicación. Dada la relevancia de la reciente sanción impuesta por el regulador español, también se analizarán los problemas de competencia asociados a los derivados contratados por la parte financiada con el fin de cubrirse del riesgo de subida de los tipos de interés. Si bien la contratación de estos productos es independiente de la contratación del préstamo sindicado en sí, en la práctica estos acostumbran a ser adquiridos dados los beneficios que, teóricamente, tienen para ambas partes de la relación crediticia.

1.2. Justificación del tema de estudio:

FCA, Comisión europea y CNMC han puesto el foco recientemente en el mercado de préstamos sindicados. Pero ¿Por qué las autoridades de competencia han decidido investigar en este momento el mercado? ¿Cómo empezaron los procedimientos? ¿Qué se espera que suceda?

En primer lugar, la Comisión europea indicó en su plan de actuación (*management plan*) de 2017 que estaba contemplando estudiar los potenciales problemas relacionados con la competencia en el mercado de préstamos sindicados. Concretamente, el plan se refiere a la existencia de una posible cooperación estrecha entre entidades financieras al ofrecer las condiciones del préstamo sindicado, que da lugar a fijación de precios e intercambio de información sensible. La declaración se ha materializado en una investigación sectorial que incide sobre las estructuras de mercado y cuestiones relacionadas con potenciales problemas de competencia en muchos de los países miembros de la Unión Europea tales como Alemania, Francia, Holanda, Polonia, España y Reino Unido. Concretamente, serán examinadas las restricciones de liquidez en los mercados secundarios de sindicación, el creciente papel del *shadow banking*³ en el sector y el diferente poder de negociación que

³ Conjunto de entidades financieras, infraestructura y prácticas que no forman parte del crédito bancario tradicional. Concurren fuera del alcance de las entidades de regulación nacional. Dentro de este grupo de

presentan las diferentes partes financiadas y entidades financiadoras. La Comisión ha puesto el foco de la investigación, como veremos posteriormente, en el intercambio de información en la fase de originación, la formación del sindicato en el mercado primario, las obligaciones financieras derivadas de los contratos (*financial compliance covenants*), contratación de productos y servicios accesorios, así como los posteriores acuerdos de reestructuración y refinanciación.

Aunque la Comisión no ha indicado el porqué de la investigación, es cierto que lleva varios años siguiendo de cerca las prácticas del sector financiero y, como se pondrá ahora de relevancia, muchas autoridades locales también han contemplado el sector como posible fuente de actuaciones anticompetitivas. Teniendo en cuenta el creciente interés de las autoridades por el sector financiero de la última década, dada la dañada fama de este, es natural que se hayan lanzado a estudiar los posibles problemas relacionados con el sector.

En España, el pasado 15 de febrero de este año se confirmaba la sanción de 91 millones de euros por parte de la CNMC a Banco Santander, BBVA, Caixabank y Sabadell. El supuesto español no reside sobre los préstamos sindicados en sí mismos sino sobre los derivados sobre tipos de interés (*Interest rate swap, IRS*) contratados sobre ellos para cubrir el riesgo ante posibles subidas de los tipos. Aunque el producto derivado estrictamente no forma parte del contrato de sindicación, en la práctica, éste es siempre concertado dados los beneficios que genera para ambas partes de la relación crediticia. La habitualidad de su contratación, así como la actualidad de la sanción impuesta justifica que, en este trabajo también vayan a tratarse los problemas que llevan aparejados los derivados.

entidades se incluyen *hedge funds, private equities, aseguradoras, etc.* De acuerdo con el Consejo de Estabilidad Financiera el volumen de los instrumentos emitidos por el shadow banking supone un volumen cercano al 120% del PIB mundial.

La mencionada investigación se trata de la primera que abre competencia a la banca por la comercialización de un producto. Si bien la CNMC comenzó a solicitar información a las entidades afectadas a mediados de 2015, fue el pasado 5 de abril de 2016⁴ cuando el citado organismo acordó la incoación de un expediente sancionador contra BBVA, Santander, Caixabank y Sabadell, los cuatro grandes bancos nacionales, con motivo de la existencia de posibles acuerdos anticompetitivos entre las entidades para la fijación de precios y el intercambio de información comercial sensible en relación con la contratación de derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo de préstamos sindicados.

La razón de la investigación de la CNMC subyace en una denuncia presentada por Inversiones Empresariales Vapat, S.L.U por una posible infracción del artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC) que, como se tratará más adelante, es la legislación aplicable en relación a la sanción de conductas anticompetitivas.

Tras la incoación del expediente sancionador se abrió un plazo máximo de 18 meses para su instrucción y resolución. Un año después, en abril de 2017, la CNMC tuvo acceso a grabaciones telefónicas en las que se escucha, tal y como ha sido asumido por las partes involucradas, a las mesas de tesorería de los bancos investigados pactando los precios de los derivados. No obstante, las entidades financieras se defendieron alegando que las conversaciones y fijación de precios son inherentes a las características del producto, debido a que, en un préstamo sindicado, el grupo de bancos realiza una oferta conjunta que abarca desde el tipo de préstamo hasta las condiciones y precio del producto de cobertura.

Finalmente, se impuso la multa de 91 millones de euros a las cuatro entidades involucradas. La CNMC argumenta en el escrito de resolución que las partes involucradas infringieron el

⁴ Expediente S/DC/0579/16 Derivados Financieros

art. 1 LDC, así como del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

Por su parte, la FCA en Reino Unido anunció en febrero de 2017 que varias entidades financieras estaban siendo objeto de investigación por la práctica de conductas anticompetitivas relacionadas con el intercambio de información. El interés del organismo regulador británico se remonta al caso *Royal Bank of Scotland/ Barclays*⁵ que aconteció en 2011 y, que supuso una sanción a ambas entidades como consecuencia del intercambio de información sobre tipos de interés, márgenes y comisiones. A pesar de que la sanción fue impuesta por la *Office of Fair Trading*⁶ y no por la FCA, el asunto fue de tal relevancia que llamó la atención de los demás organismos reguladores de la competencia. También en 2011, *CompuCredit Holdings* y *Akanthos Capital Management LLC*⁷ fueron sancionados en Estados Unidos por la realización de conductas anticompetitivas tanto en la originación del crédito sindicado como en las posteriores refinanciaciones y reestructuraciones asociadas al mismo.

El escándalo generado a raíz de los mencionados asuntos condujo a la *Loan Market Association* (LMA)⁸ en 2014 a emitir un escrito en el que advertía a las entidades financieras de las posibles conductas que, siendo comportamientos estándares en el mercado, podían ser objeto de sanciones por vulneración del Derecho de la competencia en el marco de la Unión Europea. La LMA es una asociación que tiene como objetivo clave mejorar la liquidez, la eficiencia y la transparencia en los mercados de préstamos sindicados primarios y secundarios en Europa, Oriente Medio y África (EMEA) para lograr la consolidación de este

⁵ Véase: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402142426/http://www.offt.gov.uk/news-and-updates/press/2011/05-11> (último acceso 25/03/2018)

⁶ La Office of Fair Trading (OFT) es el organismo dependiente del gobierno de Reino Unido responsable la protección de los consumidores.

⁷ Véase: https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCOURTS-mnd-0_10-cv-01213 (último acceso 25/03/2018)

⁸ Véase: http://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf (último acceso 25/03/2018).

producto como uno de los productos de deuda clave disponibles para los prestatarios en toda la región. Para ello, elabora contratos marco (*templates*) que han sido elevados a estándares de mercado. En España estos modelos instaurados por la LMA no han gozado de la aceptación de la que han gozado en otras jurisdicciones, debido principalmente a que nuestro sistema (a diferencia del inglés) es profundamente formalista y, a pesar de que el citado organismo publicó un modelo recientemente sujeto al Ordenamiento Jurídico español, el mercado no hace uso de él de manera recurrente al operar en español. Por el contrario, sí se utilizan los formatos publicados por la LMA de manera generalizada cuando se contrata bajo la jurisdicción inglesa⁹.

En definitiva, la actualidad y complejidad del tema justifican la realización de un análisis que sea capaz de conectar la jurisdicción de competencia con las prácticas realizadas en los mercados de deuda afectados con el fin de justificar o comprender el porqué de las sanciones impuestas y las investigaciones abiertas.

1.3. Estructura del trabajo:

Los objetivos que persigue el trabajo requieren un profundo entendimiento de los préstamos sindicados y los derivados de cobertura contratados a luz de estos. Por ello, finalizada esta parte introductoria al tema de estudio, el presente trabajo estará dividido en dos partes bien diferenciadas. En la primera se explicará en primer lugar, qué es un préstamo sindicado y a continuación qué son los derivados de cobertura de tipos de interés, así como su funcionamiento.

Antes de comenzar el análisis de los problemas, relacionados con el Derecho de la Competencia, en los que pueden incurrir las entidades financieras al comercializar estos

⁹ Véase: Guardo Galdón, J., “Relevancia del crédito sindicado y claves para profundizar...”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 42 y 43.

productos bajo los estándares de mercado actuales se procederá a definir cuáles son los mercados relevantes sobre los que debe recaer el estudio ya que, dada la globalidad actual de los mercados financieros, la enorme diversidad de productos comercializados en ellos y que una gran parte de los sujetos que intervienen en los mismos son también de naturaleza global, no es sencillo acotar cuál es el mercado sobre el que debe recaer la investigación.

Posteriormente se procederá a estudiar las diferentes fases incluidas en la contratación de un préstamo sindicado. En concreto, el estudio ha sido dividido en las siguientes etapas: i) Originación, ii) Sindicación, iii) Refinanciaciones, reestructuraciones y situaciones concursales y iv) Contratación del derivado. Si bien es cierto que los derivados sobre tipos de interés son un producto independiente al préstamo sindicado, en la práctica funcionan como un único producto que convierte el préstamo de interés variable en uno de interés fijo. Dentro de este apartado se advertirán cuáles son los diferentes riesgos asociados a cada etapa.

Finalizada la investigación se concluirá con un resumen de los posibles problemas identificados, además de sugerencias para su solución a la luz de la entrada en vigor de la *Directiva 2014/65/EU relativa a los mercados de instrumentos financieros* (MiFID II) que pueda afectar a las prácticas de estos mercados.

1.4. Metodología:

Dado que los objetivos que persigue el presente trabajo de investigación consisten en dar al lector una profunda comprensión de la problemática explicada anteriormente, la metodología empleada implicará una revisión de la literatura existente así como de los manuales más relevantes que guardan relación con la materia entre los que se incluyen: *Estudios sobre financiaciones sindicadas*, *Leveraged BuyOuts: El Sistema Contractual e las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por operadores de Capital Riesgo* y *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros* entre otros.

Además, se acudirá a jurisprudencia relevante que pueda ser de aplicación al caso que aquí se plantea como el caso *Compagnie Maritime Belge*, el caso *Gencor* o el caso *AC-Treuhand AG*. Para la parte relacionada con los derivados extrabursátiles se acudirá, además de los manuales mencionados, a la reciente resolución de la CNMC, así como a otras dos sanciones impuestas a entidades financieras por la Comisión Europea (Euribor/Tibor, Euribor/Yird y Lombard Club), en los que la Comisión sancionó como infracciones especialmente graves los intercambios de información y acuerdos de fijación de precios en el mercado de derivados de tipos de interés. Si bien estos casos tratan acerca de derivados bursátiles, se tratará de ver las similitudes que pudiera tener con la actual investigación sobre los negociados en mercados no regulados.

En la última parte se acudirá a la directiva MiFID II y al Reglamento de CIMD OTF que ha sido recientemente autorizado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV)¹⁰ y en el que se recogen las normas de funcionamiento de estos nuevos Sistemas Organizados de Contratación (SOC). En el clausulado del reglamento se incluyen: las categorías de instrumentos que se podrán negociar, las condiciones de acceso a los sistemas de negociación, las formas y sistemas de negociación, las medidas aplicadas para la compensación y liquidación eficiente de las operaciones, los niveles de transparencia pre y post-negociación, los mecanismos de suspensión y exclusión, así como los procedimientos de supervisión previstos.

¹⁰ El 4 de enero de 2018, la CNMV autorizó dos Sistemas Organizados de Contratación (SOC). Los SOC son una figura de centro de negociación, adicional a los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación ya existentes, en los que, de acuerdo con la definición de MiFID II, interactúan los diversos intereses de compra y venta de múltiples terceros para dar lugar a contratos, en instrumentos de Renta Fija y Derivados. Véase: <http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-cnmv-autoriza-dos-sistemas-organizados-contratacion-20180104145549.html>

2. La financiación sindicada.

2.1. Concepto:

La figura del préstamo sindicado surgió a partir de los años setenta. Al principio, las financiaciones sindicadas no entraban dentro de ninguna de las figuras jurídicas reguladas en el Ordenamiento Jurídico español, pero no cabía duda de que cubrían un espacio que las rudimentarias herramientas contractuales eran incapaces de abarcar hasta entonces. Esto condujo a que la figura generase un gran desconcierto en el sistema financiero, pero afortunadamente, con el paso del tiempo han conseguido asentarse como método de financiación de grandes operaciones y proyectos de inversión¹¹.

Un préstamo sindicado no es más que un crédito ofrecido por un grupo de prestamistas o acreedores, normalmente entidades financieras, que operan convenientemente para proporcionar fondos a un único prestatario o deudor. El prestatario acostumbra a ser una corporación, un gran proyecto empresarial o incluso un gobierno nacional o un organismo público, aunque la obligación de pago también podría recaer sobre una persona física o cualquier combinación de los entes anteriores. Los préstamos sindicados son la opción a la que habitualmente se recurre cuando un proyecto requiere una inversión demasiado grande como para ser financiada directamente por el inversor o por un solo prestamista o, cuando es preciso que el proyecto cuente con el *know how* de un prestamista especializado con experiencia en una clase específica de activos. Las adquisiciones y fusiones empresariales, adquisiciones apalancadas (*Leveraged Buyouts*, LBO) y las financiaciones de proyectos (*Project finance*) son algunas de las áreas en la que se suele recurrir a la contratación de préstamos sindicados. La sindicación del préstamo permite a los prestamistas convenidos distribuir los riesgos de la financiación entre ellos y participar en oportunidades de inversión que podrían ser desmesuradas e inasumibles individualmente por cada uno de los prestamistas. Las entidades financieras que son finalmente parte de la operación obtendrán

¹¹ Véase: Serrano Acitores, A., *Leveraged BuyOuts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, 2013, págs. 302 y 303.

una rentabilidad a través de las comisiones y el tipo de interés acordado. Aunque posteriormente se desarrollará en profundidad este concepto, cabe hacer mención a que el tipo de interés derivado del contrato de préstamo se trata de un interés variable dependiente de un índice de referencia (en España y en los demás países de la Unión Europea el interés de referencia para préstamos sindicados suele ser el Euribor a 90 días).

Consecuentemente, lo primero que debe tenerse en cuenta es que el adjetivo “sindicado” no produce alteración alguna en el negocio jurídico, es decir, por el hecho de llevar el apellido sindicado, la operación no deja de ser un negocio jurídico en virtud del cual una de las partes (prestamista) entrega a la otra (prestatario) una cantidad de dinero, obligándose la segunda a devolverla en un plazo acordado e incrementada en un importe pactado en concepto de intereses. Lo que diferencia el préstamo sindicado de una operación de financiación tradicional son las partes intervinientes en la parte financiadora, ya que, en ésta intervienen una pluralidad de sujetos y no solo uno como en un préstamo tradicional. En este sentido, a pesar de que se afirma que otorgan la financiación de manera conjunta, es importante aclarar que, en toda financiación sindicada, el régimen de las entidades financiadoras se rige por los criterios de la mancomunidad. La consecuencia más importante de esto es que la aportación de los fondos de cada partícipe en la financiación no podrá superar la parte alícuota que le corresponda en función de su participación en el sindicato. Esto implica que el riesgo soportado por el prestatario de que uno de los prestamistas no desembolse la parte de financiación que le corresponda no es soportado solidariamente por el resto de las entidades. En caso de que esto sucediera, la prestataria recibiría un importe inferior al solicitado inicialmente, aunque le correspondan una serie de derechos contra la incumplidora. De la regla de la mancomunidad se deriva que una financiación sindicada consiste por tanto en una yuxtaposición de financiaciones bilaterales y no una única operación de financiación. No obstante, se establece un marco contractual único y común a todas las entidades que limite su independencia en numerosos aspectos como el régimen de toma de decisiones, el reparto proporcional de los pagos entre todas las entidades financiadoras o la ejecución de las garantías asociadas al préstamo. Así, el deudor se asegura de que las entidades financieras se

encuentran en una situación equivalente frente al mismo y, por tanto, no existen preferencias ni privilegios a favor de ninguna de ellas¹².

Dentro de los sujetos intervinientes en la parte financiadora cobra especial relevancia la figura del banco líder o director (*lead manager o arranger*) y la figura del banco agente. El banco líder puede consistir en una entidad financiera o un conjunto de ellas que asume la responsabilidad de organizar el préstamo, lo cual conlleva la preparación de la documentación necesaria y la proposición de la sindicación al resto de entidades. Por otra parte, el banco agente (que generalmente será el mismo que el banco líder) es nombrado una vez que se ha reunido a las entidades financiadoras y será el encargado de: i) representar al sindicato de bancos financiadores, ii) intermediar los pagos efectuados como consecuencia de la operación, iii) controlar la liquidación de intereses y gastos necesarios a través de una adecuada contabilidad y iv) entablar las comunicaciones y declaraciones cruzadas entre las partes.

Dado que la financiación sindicada es utilizada con frecuencia para la financiación de proyectos empresariales, es muy frecuente que se construyan modelos que traten de predecir el comportamiento del proyecto en cuestión y, consecuentemente, la rentabilidad del mismo para proyectar la amortización de la deuda. Así, son los potenciales flujos de caja generados por el proyecto los que sustentan el pago de las cuotas del préstamo¹³. El hecho de que el interés pactado con el grupo de entidades financieras sea variable genera una gran incertidumbre en ambos lados de la relación jurídica existente entre deudor y acreedor acerca de la cantidad a pagar en concepto de intereses. Esta incomodidad conduce a que, como se adelantó en la introducción, en la práctica se contraten productos derivados que convierten los tipos variables en tipos fijos. Gracias a los derivados se elimina, total o parcialmente, la

¹² Véase: Muns Ynzenga, A., “Préstamos y créditos sindicados”, en Serrano Acitores, A. (Coord.), *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros*, Bosch, 2011, págs. 33 y 35.

¹³ Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

incertidumbre asociada a la fluctuación de los tipos de interés lo cual beneficia en principio a las dos partes. Nótese que, de no contratarse estos productos sería razonable que el prestamista exigiera una mayor cantidad en concepto de pago de intereses, pues el riesgo asociado al pago del préstamo sería más elevado. No obstante, en el último apartado se explicarán el funcionamiento de estos productos financieros con un mayor grado de detalle.

Por último, cuando el prestatario es incapaz de asumir las obligaciones de pago derivadas de la relación contractual *inter-partes*, las entidades prestamistas pueden llevar a cabo diversas líneas de actuación tales como la ejecución de las garantías o refinanciaciones. Esta última etapa también es objeto de estudio por las autoridades de competencia y, por tanto, las entidades financieras deben evitar la realización de determinados comportamientos que puedan hacerles incurrir en una vulneración de las normas de competencia.

3. Estructuras de mercado:

La definición de los mercados relevantes es un asunto de suma importancia para la aplicación de los artículos 101 y 102 del TFUE que, como veremos posteriormente, prohíben la realización de prácticas anticompetitivas que afecten al comercio entre los Estados Miembros. La jurisprudencia comunitaria ha señalado en varias ocasiones que no se puede concluir que un acuerdo vulnera la legislación de competencia si no se ha definido con anterioridad cuál es el mercado relevante, tanto desde el punto de vista del ámbito geográfico, como desde el punto de vista del producto afectado: el Tribunal General “*ha señalado en numerosas ocasiones que la definición del mercado relevante es una condición previa, necesaria e imprescindible para determinar si una conducta es contraria al artículo 101 TFUE*”¹⁴. Así, cuando la legislación europea se refiere a conceptos tales como el mercado interior o la potencial aparición de posiciones dominio en el mercado, se hace necesario

¹⁴Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

definir qué abarca el mercado. Otra de las razones por la cual es relevante la delimitación de los mercados significativos radica en la decisión del ámbito de aplicación de la legislación europea y estatal de competencia.

De acuerdo con los informes emitidos por Reuters y Bloomberg¹⁵, la financiación sindicada, en las diferentes modalidades enunciadas previamente, es empleada principalmente para la financiación de ofertas públicas de adquisición (OPAs), adquisición de activos y sociedades no cotizadas, financiación de proyectos y financiación de necesidades generales corporativas. A grandes rasgos, a nivel global, esta práctica está dividida en tres grandes mercados: i) América (Estados Unidos, Canadá y Latinoamérica) ii) Asia-Pacífico y iii) EMEA (Europa, Oriente Medio y África). Al igual que EMEA cuenta con la LMA como ente productor de contratos marco, en América existe la LSTA (*Loan Standard Trade Association*) y en Asia-Pacífico con la APLMA (*Asia Pacific Loan Market Association*). Los organismos análogos al europeo en el resto de las geografías no han tardado en hacerse eco de las investigaciones llevadas a cabo por la Comisión Europea. La LSTA publicó una nota en febrero de 2017¹⁶ alertando de los posibles riesgos de ciertas conductas llevadas a cabo con habitualidad en la contratación de préstamos sindicados y del creciente interés de las autoridades de competencia por investigarlas. Por su parte, el riesgo de los contratos celebrados en la región asiática recae en que, los modelos elaborados por la APLMA son prácticamente idénticos a los que se elaboran en Europa por la LMA por lo que, el riesgo de incurrir en conductas anticompetitivas es, por lo menos, semejante al de las entidades que operan en EMEA.

¹⁵ Véase: [Bloomberg. Global Syndicated Loans League Tables. Disponible en: https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf](https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf); (último acceso 14/04/2018).

Thomson Reuters. Global Syndicated Loans Review. Disponible en: http://share.thomsonreuters.com/general/PR/Loan_2Q_2016_E.pdf (último acceso 26/03/2017); (último acceso 14/04/2018).

¹⁶ Véase: <https://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-as-simple-as-you-think> (último acceso 12/ 04/ 2018).

Desde la perspectiva del prestatario, hay que poner de relevancia las diferencias entre las grandes empresas multinacionales con amplia experiencia en los mercados de capitales y aquellas otras compañías de carácter más local y menor acceso a los mercados financieros. Mientras los primeros son más proclives a seleccionar entidades financieras internacionales, no residentes, las segundas tienden a elegir partes financieras locales¹⁷. La razón subyacente es lógica reside en que una empresa de experiencia y con mayor poder de negociación es capaz de lograr financiarse con entidades que cuentan también con amplia experiencia y a costes razonables. Por el contrario, las empresas de naturaleza más local no pueden permitirse el acceso a esta financiación más compleja porque no cumplen con el requisito de confianza bilateral requerido en las contrataciones de esta naturaleza.

Por último, desde la perspectiva de los prestamistas destaca la concentración que se ha producido en la última década. Dentro del sector financiero es de notable importancia la concentración que se ha producido en los últimos años. Desde la caída de *Lehman Brothers*, las fusiones y adquisiciones de competidores se han disparado, haciendo que el número de actores en el mercado se haya visto disminuido sustancialmente y con ello, la competencia en el mercado. Sin ir más lejos, en España se han pasado de sesenta y dos a once entidades bancarias desde 2008. Hemos presenciado recientemente la desaparición de las cajas de ahorro para dar lugar a Bankia, BMN, Liberbank y Kutxabank entre otros. Además, otras entidades importantes como Barclays, adquirido por Caixabank en 2014 o Banesto y Banco Popular, adquiridos por Banco Santander, han desaparecido. En definitiva, en España, el mercado de préstamos sindicados no está dominado por ninguna entidad en concreto, pero sí que puede percibirse un control del mismo por parte de cuatro o cinco entidades (si añadimos Bankia a la lista de las cuatro entidades sancionadas por la CNMC). La siguiente tabla muestra el porcentaje de operaciones con préstamos sindicados en las que ha participado alguna de las entidades sancionadas por la CNMC en términos de unidades¹⁸:

¹⁷ Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.

¹⁸ Los datos han sido extraídos de la resolución del expediente S/DC/0579/16 Derivados Financieros. Los datos fueron aportados por Banco Sabadell a la CNMC.

Tabla 1: Porcentaje de operaciones con préstamo sindicado en España en las que ha participado alguna de las entidades incoadas (en términos de unidades)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
%Participación	40-50%	50-60%	50-60%	60-70%	70-80%	70-80%	70-80%	70-80%	80-90%	90-100%	70-80%

La tabla muestra como se ha concentrado el mercado tras el estallido de la crisis financiera. Las grandes entidades han pasado de participar en la mitad de las operaciones de financiación sindicada a tomar parte en más del 70% de forma regular. Si acudimos a los datos publicados por Bloomberg¹⁹, puede concluirse que el grupo formado por las cinco entidades mencionadas actuó como banco agente en el 54% de las operaciones en el año 2016.

En el panorama internacional las cosas no han sido diferentes. Tanto en Europa como en Estados Unidos también se ha producido una ola de fusiones bancarias. Santander ha adquirido entre otros a ABN Amro, más de 300 sucursales de Royal Bank of Scotland y a Bradford & Bingley y Sabadell ha crecido en Reino Unido a través de las compras de Lloyds y TSB. En Estados Unidos JP Morgan se hizo con Washington Mutual y Bearn Stearns, Bank of America con Merrill Lynch y Wells Fargo con Wachovia entre otros. No obstante, la evolución de las entidades financieras de ambos lados del Atlántico ha sido muy dispar. Los bancos europeos han adquirido una posición más dominante en los mercados locales, mientras que los americanos están más presentes en las operaciones transfronterizas. En esta clase de operaciones cobra especial relevancia la experiencia del prestamista en otras operaciones la misma naturaleza y así, los cinco grandes bancos de inversión americanos²⁰ ostentan una cuota de mercado muy significativa. Prueba de la pérdida de poder de los bancos

¹⁹ Véase: [Bloomberg. Global Syndicated Loans League Tables. Disponible en: https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf](https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf). (último acceso 14/04/2018).

²⁰ Se refiere a JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America Merrill Lynch, Citigroup y Morgan Stanley. Véase: Goodhart, C., Schoenmaker, D. (2016). *The Global Investment Banks are Now all Becoming American: Does that Matter for Europeans?* Journal of Financial Regulation, Vol. 2, N° 2, 2016, disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805208

de inversión europeos es que mientras que las principales entidades financieras estadounidenses han aumentado un 33% su capitalización bursátil desde junio de 2007, las del viejo continente la han visto disminuida en un 52%²¹. Todo esto desemboca en que desde 2011 el número de bancos de inversión globales se ha visto disminuido de manera considerable lo que va en contra de la competencia en el mercado y puede llevar a la existencia de posiciones de dominio colectivas.

La aparición de posiciones de dominio colectivas cobra relevancia en la aplicación del art. 102 TFUE. En caso de que se estimara la existencia de estas, se convertirían en abusivas prácticas como la fijación de precios, el reparto de los mercados geográficos, la denegación de reestructuración a ciertas entidades o la obligación a suscribir productos complementarios al préstamo²² tales como los derivados contratados para cubrir el riesgo aparejado a la fluctuación de los tipos de interés explicados en el apartado anterior. Todo esto será analizado en el cuarto apartado del escrito.

Concluyendo, si bien no se advierten posiciones de dominio individuales en los mercados locales de la Unión Europea, la concentración bancaria sí que ha podido dar lugar a posiciones de dominio colectivas. En países como Holanda, Bélgica, Portugal o España, la cuota de mercado de los cinco grandes bancos sobrepasaba el 60% a finales de 2016 y en la zona euro esta tasa se situaba en el 47,7% en dicha fecha²³. Teniendo en cuenta que esta concentración a la que estamos asistiendo va en contra de la competencia empresarial, parece natural que las autoridades se hayan decidido a investigar el fenómeno.

²¹ Estudio de elaboración propia que ha tenido en cuenta para Europa a Santander, BBVA, BNP Paribas, Deutsche Bank, Barclays, UniCredit y RBS y en Estados Unidos a JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup y Bank of America Merrill Lynch. El punto de partida es junio 2007 y el valor final es a 8 de marzo de 2018.

²² Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.

²³ Véase: https://elpais.com/economia/2017/06/21/actualidad/1498047519_243889.html

4. Fases de la financiación y problemas de competencia asociados a las mismas:

La ley pertinente, en lo que se refiere a los bancos y otras empresas, figura en el artículo 101.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y su homólogo nacional del Reino Unido, el Capítulo I de la Ley de Competencia del Reino Unido de 1998. Estas disposiciones están redactadas en términos generales como prohibiciones de acuerdos anticompetitivos y prácticas concertadas entre dos o más empresas que tienen por objeto la prevención, restricción o distorsión de la competencia y el libre mercado. Las vulneraciones del "núcleo duro" que entran dentro de las disposiciones pueden suponer multas de hasta el 10% de la facturación mundial del grupo. Este "núcleo duro" incluye las siguientes prácticas²⁴:

- Fijar precios (incluyendo descuentos, márgenes y condiciones de crédito).
- Compartir mercados o clientes.
- Fijar o limitar la capacidad.
- Acordar o manipular procesos competitivos de licitación.
- Intercambiar información de carácter privada y sensible a la competencia.

El art. 101 TFUE es de aplicación directa en la Unión Europea y debe ser observado por juzgados y tribunales de los estados miembros en el ámbito de acuerdos entre empresas que afecten el libre comercio entre estados miembros²⁵ (artículos 1 y 3 del Reglamento nº 1/2003 del Consejo de 16 de diciembre de 2002 relativo a la aplicación de las normas sobre

²⁴

Véase:

http://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf (último acceso 10/04/2018).

²⁵ El concepto de "comercio entre países de la UE" no se limita a los tradicionales intercambios transfronterizos de bienes y servicios, sino que es un concepto más amplio que abarca toda actividad económica transfronteriza. Esta interpretación es coherente con el objetivo fundamental del TFUE de promover la libre circulación de mercancías, servicios, personas y capitales. El requisito de producir un efecto en el comercio "entre los países de la UE" implica que debe haber un impacto en la actividad económica transfronteriza que repercuta por lo menos en dos países de la UE. Véase: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:126113&from=EN>

competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado²⁶). Por el contrario, en aquellos supuestos en los que los acuerdos anticompetitivos no afecten a varios mercados de manera simultánea habrá que acudir a los Ordenamientos Jurídicos de cada uno de los estados miembros. La aplicación del art. 101 TFUE requiere que sea posible prever con un grado suficiente de certeza un conjunto de factores objetivos de hecho o de Derecho que indiquen que el acuerdo en cuestión puede tener una influencia, directa o indirecta, real o potencial, en el patrón de comercio entre los Estados miembros de la UE. Además, se requiere una cierta magnitud de la actividad (el concepto de "apreciabilidad")²⁷. La Comisión ha dado contenido al concepto de "apreciabilidad" estableciendo que un acuerdo no afecta al comercio entre Estados Miembros cuando: i) la cuota de mercado conjunta de las empresas parte del acuerdo no exceda el 15% en las comunidades afectadas y ii) el volumen de negocios conjunto generado por los productos relativos al acuerdo no exceda 40 millones de euros entre todas las empresas parte del mismo.

Además, en Reino Unido participar en acuerdos que involucran una de las categorías enmarcadas dentro de las conductas anteriores es constitutivo de delito de acuerdo con la reforma de la Ley Empresarial y Regulatoria de 2013²⁸. Tras la reforma, desaparece el requisito de conducta dolosa, salvo que alguna de las exclusiones legales sea susceptible de aplicación. Las sanciones incluyen penas de prisión de hasta 5 años y multas de cuantía ilimitada.

²⁶ Los artículos 101 y 102 del TFUE son los antiguos artículos 81 y 82 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (TCE).

²⁷ Véase: Commission Notice on agreements of minor importance which do not appreciably restrict competition under Article 81(1) of the Treaty establishing the European Community (de minimis), disponible en: http://www.antimon.gov.sk/data/files/137_15commission-notice-on-agreements-of-minor-importance-which-do-not-appreciably-restrict-competition-under-article-811-of-the-treaty-establishing-the-european-community-de-minimis.pdf (última consulta 14/04/2018).

²⁸

Véase: http://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf (último acceso 10/04/2018).

Por otra parte, en el ordenamiento jurídico español, la ley relevante es la **Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la competencia (LDC)**, concretamente, su artículo 1. En dicho artículo se encuentra la prohibición de la realización de conductas que puedan dañar el libre mercado y la competencia entre empresas. El primer apartado del precepto legal incluye una lista de aquellas prácticas que pueden ser objeto de sanción. A tenor de la interpretación literal del art. 1.1 LDC, puede entenderse que tal enumeración es *numerus apertus* y que, por tanto, las materias mencionadas son aquellas a las que el legislador ha querido dotar de especial protección. El artículo incluye la fijación de precios, el control de la producción y distribución de productos, el reparto del mercado o de las fuentes de aprovisionamiento, la imposición de condiciones asimétricas a situaciones análogas que desemboque en una situación desventajosa para algún competidor y condicionar la celebración de un contrato a la contratación de productos suplementarios que, de acuerdo con las prácticas de mercado, no guarden relación con el objeto del contrato inicial.

A grandes rasgos, existen dos tipos de transacciones de deuda: i) las ofertas totalmente suscritas u operaciones aseguradas (*fully underwritten deals*) y ii) de mejores esfuerzos (*best efforts*). En las primeras, los balances de las entidades prestamistas asumen todo el riesgo de la operación para ciertos niveles de retención (*hold levels*), garantizando así de manera efectiva la liquidez al prestatario²⁹. En las operaciones aseguradas los bancos se comprometen a prestar la totalidad del importe de la sindicación requerido por el prestatario y ello, independientemente de que al final encuentren a terceros dispuestos a asumir parte del riesgo derivado de la financiación. Este primer modelo de transacción no elimina la posibilidad de una posterior sindicación. Así, cada asegurador se compromete a prestar una cantidad de dinero determinada de manera mancomunada, aunque acuerden con la acreditada llevar a cabo un proceso de sindicación posterior vendiendo diversos “*tickets*” a otros

²⁹ Bretz, O. Competition Law and Syndicated loans: Identifying the regulatory risks, disponible en: https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf (último acceso 12/04/2018).

participantes³⁰. Por el contrario, en el supuesto de una transacción de mejores esfuerzos, los bancos se limitan a realizar una labor de intermediación y, por tanto, se comprometen a hacer todo lo que puedan para sindicarse la operación. En esta segunda tipología de procedimiento se establece una obligación de medios, mientras que en las operaciones aseguradas se establecía una obligación de resultados. Así, en este segundo caso, si el banco líder es incapaz de captar a otras entidades interesadas en la operación, el importe de ésta quedará reducido al importe que se haya logrado levantar entre otras entidades financiadoras. Consecuentemente, la sindicación aquí se hará antes del cierre de la operación, puesto que, el banco líder no tiene la obligación de desembolsar la totalidad del importe en caso de que la sindicación no se complete adecuadamente.

A continuación, se analizan las diferentes fases de la financiación sindicada en las que pueden surgir problemas de competencia: i) originación, ii) sindicación, iii) contratación de derivados destinados a cubrir los riesgos asociados al préstamo y iv) las posibles refinanciaciones y reestructuraciones llevadas a cabo cuando el proyecto no ha salido como se esperaba.

4.1. Originación:

La originación se refiere a la etapa en la que todavía no se ha formado el grupo de entidades prestamistas y, generalmente, supone la emisión por parte del prestatario de una petición de propuesta de inversión (*request for proposal*, RFP) y la respuesta de las entidades de crédito a la misma. Aunque posteriormente se analizarán los riesgos asociados a las siguientes fases, ahora cabe resaltar que las conversaciones entre bancos durante la etapa de originación llevan aparejadas el mayor nivel de riesgo. Los prestamistas todavía no han sido definidos en esta etapa y cada entidad financiera compete individualmente por ser parte del proceso.

³⁰ Véase: Navalón Vaquero, L.M., “El proceso de sindicación en una financiación sindicada”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 89 a 95.

El punto de partida de la sindicación consiste en el envío de una petición de propuesta de inversión a un grupo de posibles financiadores de la operación. Dicha propuesta será enviada a cada entidad financiera de manera individual y puede (y suele) estar sujeta a la firma de un acuerdo de confidencialidad³¹ (*non disclosure agreement*, NDA). La firma del acuerdo de confidencialidad supone entrar en el proceso competitivo y, por tanto, obliga a no revelar a otras entidades aspecto alguno acerca de la propuesta, ni siquiera su existencia.

Comprendido el contenido de la petición de propuesta de inversión, el banco lleva a cabo procedimientos de autorización internos previos a la presentación de una oferta formal de financiación. En este procedimiento se ven involucrados varios departamentos de la entidad con el fin de determinar cuestiones cruciales acerca del mercado en el que opera la parte financiada la capacidad, su capacidad crediticia y sus necesidades entre otras. Antes de emitir finalmente una propuesta al prestatario, las mesas de originación deben analizar variables relevantes tales como el rendimiento ajustado al riesgo del capital (*risk-adjusted return on capital*, RAROC³²) y la tasa interna de retorno (*internal rate of return*, IRR o TIR). Mientras el RAROC consiste en el cálculo del retorno de la inversión (*return on investment*, ROI) teniendo en cuenta el riesgo de la inversión, la TIR es la métrica utilizada para calcular el retorno anual medio de la misma. Recopilada toda la información relevante las mesas de originación elaboran el llamado *credit presentation* que irá dirigido al comité de créditos en cuyo poder reside la aceptación de la solicitud. El comité de créditos deberá resolver también acerca de si acepta el total del importe solicitado por el prestatario. Así, si el nivel de retención aprobado por el comité de créditos fuera significativamente inferior al importe solicitado por la parte financiada, la mesa de originación tendrá que negociar a la baja con la

³¹ Véase Navalón Vaquero, L.M., “El proceso de sindicación en una financiación sindicada”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 103 a 107.

³² Véase: <https://www.investopedia.com/terms/r/raroc.asp>

parte financiada el importe de la deuda para reducir así los riesgos de una posible no sindicación en el mercado primario o secundario.

Como regla general, el deudor elige al menos a un banco agente (*Managing Lead Arranger*, MLA), que será el encargado de la administración del préstamo en nombre del sindicato. Las principales tareas del banco agente consisten en la administración, la gestión operativa y la coordinación del préstamo sindicado frente al resto de entidades para conseguir así que la sindicación llegue a buen fin. Puede tratarse de uno de los prestamistas del sindicato o de un tercero. Además, en la práctica, el MLA suele prestar servicios adicionales tales como configurar el interés del préstamo, definir la estrategia de sindicación, determinar las entidades que formarán parte de la sindicación y asegurar la misma (*underwriter*)³³ como se explicó con anterioridad. Recordemos que asegurar la operación supone comprometerse a asumir el importe de la deuda total que no se ha logrado “colocar” a otras instituciones financieras.

4.1.1. Sondeos de mercado:

En este punto, las mesas de contratación de los bancos implicados pueden encontrarse inmersas en sondeos de mercado genéricos con otros bancos o tantear el apetito inversor para determinar si la sindicación será o no exitosa. No obstante, dado que todavía no se ha definido el conjunto de acreedores del préstamo, dichas conversaciones son susceptibles de influir en las ofertas de los diferentes bancos que han recibido la propuesta de inversión. Por tanto, antes de involucrarse en sondeos de mercado, es importante analizar el alcance del NDA para determinar si estos sondeos están permitidos en esta temprana etapa del proceso y hasta donde pueden alcanzar los mismos. Normalmente, el prestatario permite este tipo de conversaciones durante la etapa de sindicación, ya que es necesario para determinar la

³³ Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.

demanda existente en el mercado, pero no en la originación³⁴. Cualquier contacto entre los potenciales acreedores debe quedar registrado en los documentos enviados al comité de créditos quedando perfectamente registrados. Como norma general, salvo que esté expresamente previsto en el NDA los contactos en esta etapa del proceso son totalmente inapropiados. En el supuesto de que un banco vaya a suscribir la totalidad del préstamo con el fin de mantenerlo en su balance, las conversaciones también pueden producirse, pero estas tratarán acerca del porcentaje de la deuda que asumirá cada entidad. La admisibilidad de estos contactos es más complicada, porque la cuantía del préstamo que suscribirá cada entidad es *per se* un factor competitivo en la originación. En cualquier caso, el consentimiento del prestatario es esencial para poder valorar la viabilidad de cualquiera de las discusiones mencionadas. Por tanto, las conversaciones en esta fase son susceptibles de vulnerar la normativa aplicable (arts. 101 y 102 TFUE y 1 LDC) ya que podrían considerarse como intentos de fijaciones de precios, manipulación de procesos competitivos o intercambio de información privada y sensible.

Naturalmente, en este periodo del proceso, sí que existen conversaciones entre los prestamistas que estén permitidas. Sin embargo, dichas conversaciones deben versar acerca de cómo será la distribución del riesgo en el mercado y deben tener lugar dentro de la esfera permitida por el mandato del prestatario en la RFP.

4.1.2. La posición del MLA como facilitador de un cártel:

Cuando el prestatario nombra un banco agente antes de la formación del grupo de entidades es esencial fijar con claridad el alcance del mandato ya que, aunque entre sus funciones esté la de coordinar y formar el consorcio, eso no le absuelve de cualquier responsabilidad por motivo de vulneración de la competencia. Demostrar el consentimiento del prestatario es

³⁴ Bretz, O. Competition Law and Syndicated loans: Identifying the regulatory risks, disponible en: https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf (último acceso 12/04/2018).

esencial para absolver al banco agente de responsabilidad. Además, es de vital importancia resaltar el hecho de que, en esta etapa del proceso, la función de los bancos no radica todavía en ponerse de acuerdo en los términos del producto ni en la formación del grupo³⁵.

En esta fase, también es importante advertir de la posición del banco agente. Durante la fase de originación, en principio, corresponde al prestatario formar el grupo de entidades financieras que conformarán el sindicato y no a las destinatarias de la RFP. En el clausulado del NDA se suelen vetar los contactos entre las entidades destinatarias de la RFP, pero no es extraño que la parte financiada designe al banco agente antes de suscribir la carta de mandato con el fin de que forme al grupo de financiadores como puede ser en el caso de algunas entidades de confianza (*key relationship Banks*) o especialistas (*speciality knowledge Banks*). Esto desemboca en que la posición del MLA es especialmente delicada pues podría serle de aplicación la doctrina del asunto *AC-Treuhand AG*³⁶ en el que *Treuhand AG* fue condenada por participar en un cártel de estabilizadores térmicos, aunque la sociedad no estuviera presente en dicho mercado. Su contribución al supuesto cártel consistió en asistir a los cartelistas a modo de mero intermediario. En este asunto, el Abogado General argumentó lo siguiente: “*Para quedar comprendidos en el ámbito de la prohibición establecida al respecto por los Tratados es preciso, al menos, que las conductas de las empresas mencionadas en el Tratado puedan eliminar una presión o un obstáculo que, en principio, existe en el mercado.*”³⁷ En virtud de esta doctrina, una empresa puede ser sancionada en virtud del art. 101 TFUE, aunque esta no opere en el mercado afectado por la infracción, es decir, aunque esta no sea parte del supuesto cártel, pero sí un cooperador que permita la existencia del mismo. Los posibles sondeos de mercado que puede llevar a cabo el MLA con el fin de tantear la posterior sindicación se prestan a que el mismo adopte el papel de intermediario entre las diferentes entidades para comunicar sus diferentes intenciones y así, abra el proceso

³⁵ Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.

³⁶ Sentencia del Tribunal de Primera Instancia de 22 de octubre de 2015, C-194/14 P, *AC-Treuhand AG* contra Comisión Europea, nº. 36, ECLI:EU:T:2008:256.

³⁷ Véase: *¿Se puede ser cartelista sin ser competidor?*, disponible en: <http://almacendederecho.org/se-puede-ser-cartelista-sin-ser-competidor/> (última consulta: 16/04/2018).

de sindicación antes de lo convenido con el prestatario. Volvemos a señalar la importancia de ceñirse al contenido del NDA en las comunicaciones del MLA con los restantes bancos en este punto del proceso. Además, es muy recomendable que deje constancia escrita de las solicitudes de información que le lleguen y que éstas sean trasladadas a la parte financiada para evitar los acuerdos expresos o tácitos entre ellas.

4.1.3. Los contratos marco de la LMA como acuerdos de estandarización:

Como ya se puso de manifiesto con anterioridad, la LMA es un organismo privado que elabora contratos marco que son en la práctica utilizados para regular las relaciones entre las partes de una financiación sindicada. Esta estandarización permite a las entidades financieras negociar los contratos de manera más eficiente con la parte financiada, puesto que, acuda a uno u otro banco los términos y condiciones de la relación contractual serán uniformes entre uno y otro. Sin embargo, la estandarización del clausulado en ocasiones genera desventajas para la parte financiada. Por ejemplo, se deja muy poco plazo a los asesores de la prestataria para revisar los borradores de los contratos con la justificación de que reflejan una “práctica de mercado” aceptada y conocida por todos los sujetos del mismo. En cualquier caso, pese a las rigideces de los modelos establecidos por la LMA, estos pueden facilitar la integración del mercado puesto que simplifican la comparación de las diferentes ofertas presentadas a la parte financiada y conceden una mayor seguridad transaccional a esta. Asimismo, estas organizaciones (esta doctrina es también aplicable a los modelos de LSTA y sobre todo a los elaborados por la APLMA por su similitud a los de la LMA) ocupan un papel importante de cara a la innovación en el mercado ya que los contratos marco ayudan a la reducción de los plazos necesarios para introducir nuevas formas de financiación en el mercado.

La facilidad que tienen estas organizaciones para introducir mejoras en los contratos puede aplicarse perfectamente al presente caso y así eliminar los problemas de competencia asociados a la fase de originación. El clausulado del contrato podría incluir un precepto en el

que se obligara a los acreedores del préstamo a incluir a la parte financiada en las conversaciones mantenidas entre ellos en esta fase. Si bien podrían seguir dándose problemas asociados con la defensa de la competencia, contar con el conocimiento y la aprobación del deudor parece otorgar más transparencia al proceso, lo que implicaría poner en más dificultades a las autoridades de competencia en el momento de estimar la existencia de conductas colusorias.

4.2.Sindicación:

En segundo lugar, finalizada la fase de originación las aseguradoras comenzarán la fase de sindicación en la que se pretende dar entrada a otras entidades financieras a través de la cesión parcial del crédito³⁸. La fase de sindicación consiste en distribuir el riesgo de la operación en el mercado y tiene lugar una vez el grupo de acreedores es definido. Después de que cada entidad contactada en la fase anterior haya emitido su oferta al prestatario, éste decide qué bancos incluye dentro del grupo de entidades prestamistas. La decisión final del prestamista estará basada en cinco variables principales: i) el tipo de interés ofrecido por cada entidad, ii) las comisiones, iii) el importe que cada entidad se compromete a asumir, iv) la reputación y experiencia de cada entidad en cuestión, v) el número de bancos que el prestatario quiere tener en el consorcio. El consorcio creado finalmente tendrá que hacer una oferta final única en la que se presenten todas las condiciones unificadas.³⁹

En el caso de una transacción de mejores esfuerzos, en esta fase pueden suceder dos cosas. En primer lugar, en el caso de que, al intentar el banco líder syndicar la operación en el mercado se demande una cantidad mayor a la inicialmente solicitada por el prestatario, la operación puede quedar sobresuscrita. En el caso contrario, la parte financiada acabaría

³⁸ Véase: Serrano Acitores, A., *Leveraged BuyOuts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, 2013, págs. 318.

³⁹ Bretz, O. Competition Law and Syndicated loans: Identifying the regulatory risks, disponible en: https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf (último acceso 12/04/2018).

recibiendo un importe menor al solicitado inicialmente. En este punto es importante hacer mención a las cláusulas “*market flex*” y “*reverse flex*” mencionadas anteriormente. El mecanismo *market flex* permite al banco líder modificar unilateralmente los términos y condiciones de la financiación si resultara necesario para garantizar el éxito de la sindicación⁴⁰. Estas modificaciones suelen suponer un aumento del margen y/o de las comisiones percibidas por las entidades y suelen estar sujetas a un límite máximo pactado previamente. En el supuesto contrario, el de sobresuscripción existe el mecanismo inverso conocido como “*reverse flex*” que habilita a modificar las condiciones de la financiación a la baja para beneficiar al prestatario. La activación de la cláusula *market flex* tiene que deberse a condiciones de mercado que realmente imposibiliten la sindicación en el mercado secundario⁴¹ y no a negociaciones entre los acreedores destinadas a presionar el precio del préstamo sindicado al alza.

4.2.1. Fijación de precios:

Tras la formación del consorcio de bancos el análisis de la competencia entre ellos cambia sustancialmente, como es lógico. Llegados a este punto, el prestamista habrá dado un mandato a un grupo de entidades para realizar una única oferta conjunta. Consecuentemente, normalmente se permite al conjunto de bancos acreedores mantener conversaciones con el fin de emitir la oferta única. No obstante, una vez más los contactos deben respetar siempre el alcance del mandato otorgado por el prestatario. Normalmente, la oferta presentada incluye las condiciones de aquel banco que ofrece los términos menos favorables. La alternativa para el prestatario sería expulsar a dicho banco del consorcio con el impacto potencial que eso tendría sobre las cantidades que cada banco está dispuesto a asumir sobre la cuantía total y el tamaño final de la deuda. Sin embargo, si el prestatario no se encontrara conforme con las condiciones presentadas, siempre puede volver a la fase inicial del proceso. No obstante, este

⁴⁰ Véase Badiola Bergara, J., “El proceso de formación de una financiación sindicada”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 85 y 86.

⁴¹ Véase: Villoria Rivera, “Refinanciación y concurso en una financiación sindicada”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 469 a 492.

precio siempre debe estar acorde con las condiciones del mercado y las estructuras de costes de cada una de las entidades participantes, no pudiendo ser fijadas discrecionalmente por las entidades.⁴²

El resultado de la negociación es la presentación de una oferta a un precio y una cantidad determinados. El precio viene dado por la combinación entre comisiones y tipo de interés que viene comentándose a lo largo del trabajo. Realizada la oferta, la única duda reside en si, en el caso de operaciones aseguradas, las entidades soportarán el total del importe asumido en sus balances o si, por el contrario, realizarán una posterior sindicación a otros inversores que pudieran estar interesados como pueden ser otros bancos, pero también planes de pensiones y otras instituciones financieras. Esta segunda cuestión puede llevar aparejado el problema que se enuncia a continuación.

4.2.2. Limitar la entrada en el mercado de otros competidores:

Otro problema de competencia que pudiera surgir en este punto consiste en la posibilidad de que, un banco (o un conjunto de ellos) que ostentara una posición de dominio en el mercado no abriera en la fase de sindicación el mercado a ciertas entidades con el fin de evitar que se hicieran con la experiencia necesaria para ser partícipes habituales en el mercado. Incurrir en estos comportamientos podría ser considerado como una forma de “compartir mercados o clientes”, conducta prohibida directamente por los artículos 101 del TFUE y 1 de la LDC. Recordemos que el *management plan* de la Comisión Europea advertía que uno de los ámbitos en los que fijaría su investigación consistía en las restricciones de liquidez en los mercados secundarios de sindicación. Así, si una entidad o grupo de entidades se negara a ceder parte de su crédito a un tercer competidor por sistema, se estaría produciendo una restricción de la liquidez en el mercado.

⁴² Bretz, O. Competition Law and Syndicated loans: Identifying the regulatory risks, disponible en: https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf (último acceso 12/04/2018).

Si bien en EMEA no se advierten posiciones de dominio individuales. Al respecto de este punto hay que preguntarse si los primeros veinte bancos de inversión que controlan actualmente el 62% del mercado EMEA⁴³ de financiaciones sindicadas, en cuanto a la actuación como MLA y en términos de volumen de operaciones, pueden ostentar una posición de dominio colectiva en los términos formulados por el TJUE en el caso *Compagnie Maritime Belge*⁴⁴ en el que el TJCE examinó un caso de abuso de posición de dominio colectiva. En este caso, el TJCE señaló que una posición de dominio puede ser mantenida por dos entidades económicas legalmente independientes siempre que, desde la perspectiva económica, se presenten en el mercado como una “entidad colectiva”. A diferencia de *Gencor*⁴⁵, en este caso el Tribunal no pone en los vínculos que pudieran existir entre las empresas sino en la entidad colectiva. El TJCE abunda en el concepto de posición de dominio colectiva señalando que: *“La existencia de una posición dominante colectiva puede, por tanto, derivarse de la naturaleza y del contenido de un acuerdo, de su forma de aplicación y, en consecuencia, de los vínculos o factores de correlación entre empresas que resultan de ellos. No obstante, la existencia de un acuerdo o de otras relaciones jurídicas no es indispensable para afirmar que existe una posición dominante colectiva, afirmación que podría resultar de otros factores de correlación y dependería de una apreciación económica y, en especial, de una apreciación de la estructura del mercado de que se trate”*⁴⁶. A través de esta afirmación la autoridad judicial europea del momento descartó por completo la necesidad de la existencia de acuerdos entre las empresas para poder apreciar posiciones de dominio colectivas, siendo suficiente la existencia de vínculos económicos para poder hablar

⁴³ Véase: Bloomberg Global Syndicated Loans League Tables. Disponible en: <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf>; (último acceso 14/04/2018).

⁴⁴ Sentencia del Tribunal de Justicia de 16 de marzo de 2000, C-395/96 P *Compagnie Maritime Belge Transport NV* contra Comisión de las Comunidades Europeas, ECLI:EU:2000:132.

⁴⁵ STPI de de 25 de marzo de 1999, *Gencor Ltd. c. Comisión*, Asunto T-102/96 (Rec. 1999, p. II-753).

⁴⁶ Véase: http://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30dbe1538a93f2b64a6bb6cea4921f8374ee.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuLbh50?doclang=ES&text=&pageIndex=0&part=1&mode=DOC&docid=45048&occ=first&dir=&cid=328686

de interdependencia oligopolística. La tabla siguiente muestra la cuota de mercado de los 20 bancos predominantes mencionados más arriba en el presente párrafo:

Table 2: Ranking de entidades financieras líderes en el mercado de préstamos sindicados en actuación como MLA en el año 2016 por volumen.

EMEA Loans (Mandated Lead Arranger)							
Firm	FY 2016				FY 2015		Mkt Share Chg(%)
	Rank	Mkt Share(%)	Volume (EUR Mln)	Deal Count	Prev Rank	Prev Mkt Share(%)	
HSBC	1	5.323	45,836	395	1	5.467	-0.144
BNP Paribas	2	4.884	42,058	424	2	5.141	-0.257
JP Morgan	3	4.199	36,155	173	15	2.604	1.595
ING Groep	4	4.080	35,131	355	5	3.696	0.384
UniCredit	5	3.957	34,071	335	7	3.387	0.570
Credit Agricole CIB	6	3.624	31,208	296	8	3.353	0.271
Societe Generale	7	3.493	30,077	295	4	3.830	-0.337
Citi	8	3.269	28,151	190	6	3.525	-0.256
Deutsche Bank	9	3.199	27,549	208	10	3.117	0.082
Barclays	10	3.166	27,261	219	3	4.125	-0.959
Commerzbank	11	3.068	26,416	251	11	2.995	0.073
Bank of America Merrill Lynch	12	2.840	24,457	145	13	2.955	-0.115
Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	13	2.564	22,079	146	14	2.753	-0.189
Banco Santander	14	2.457	21,155	240	12	2.961	-0.504
Natixis	15	2.248	19,357	221	19	1.888	0.360
RBS	16	2.232	19,215	186	9	3.170	-0.938
Mizuho Financial	17	2.159	18,593	136	17	2.431	-0.272
Goldman Sachs	18	1.913	16,469	110	21	1.430	0.483
Credit Suisse	19	1.746	15,032	94	23	1.316	0.430
Intesa Sanpaolo	20	1.620	13,953	121	20	1.734	-0.114
TOTAL		100%	861,064	1,801		100%	

Uniendo la línea argumentativa del Tribunal en este supuesto con la concentración de la que se hablaba en el punto tercero de este trabajo y los estudios empíricos⁴⁷ que confirman concentración producida en el mercado de EMEA en los años de la crisis puede concluirse que algunos segmentos del mercado son propicios a la colusión tácita. Cuando el grupo de entidades colocadoras es elegido puede percibirse una fuerte inclinación por la selección de

⁴⁷ Véase: Cai, J., Eidam, F., Saunders, A. y Steffen, S. (2017). *Diversification or Specialization? An Analysis of Distance and Collaboration in Loan Syndication Networks*. Disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2923150

entidades de experiencia crediticia semejante haciendo muy complicada la entrada en el mercado a entidades de menor tamaño.

4.3. Refinanciación, reestructuración y situaciones concursales:

En los supuestos en los que el prestatario no es capaz de asumir la obligación de pago derivada del préstamo sindicado, se abre para los prestamistas un abanico de diferentes opciones entre las que se encuentran la ejecución de las garantías, la reestructuración de la deuda y la refinanciación. Estos procesos pueden plantear algunas cuestiones controvertidas desde la perspectiva del Derecho de competencia, que serán analizados en este punto. Como toda refinanciación, la refinanciación de un préstamo sindicado exige que los acreedores y el deudor alcancen un acuerdo tras llevar a cabo un proceso de negociación⁴⁸. El marco legal de estos acuerdos ha cambiado susceptiblemente tras la entrada en vigor de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Como regla general, los bancos no deberían mantener conversaciones de naturaleza especulativa acerca de un posible impago⁴⁹, en aquellas circunstancias en las que tal evento todavía no ha sucedido. Si el incumplimiento fuera inminente, los bancos tienen que limitarse a seguir los procedimientos legales establecidos para los mismos y, solamente, pueden mantener conversaciones para decidir si refinancian o no el préstamo tras el incumplimiento. Además, cabe señalar que en caso de incumplimiento por parte del prestatario pudiera haber bancos que presenten conflictos de interés derivados de las relaciones preexistentes con otras entidades. Cualquier discusión entre bancos inmersos en conflictos de interés debe evitarse y deben ser ellos los que, individualmente, tomen las decisiones.

⁴⁸ Véase: Villoria Rivera, “Refinanciación y concurso en una financiación sindicada”, en Manzanares Secades, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 480 y 482.

⁴⁹ https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf

4.3.1. Condicionar la refinanciación a la contratación de productos complementarios:

Es muy frecuente que los prestamistas, tras el incumplimiento, tengan un alto poder de negociación porque, de forma contraria, les sería más ventajoso ejecutar las garantías no ofreciendo la refinanciación. No obstante, en estos supuestos es importante que los bancos lleven a cabo acciones justificables. Concretamente, debe evitarse condicionar la refinanciación a la contratación de productos adicionales, es decir, la decisión debe ser independiente de que el prestatario esté o no dispuesto a contratar otros servicios. De esta forma, si en última instancia los financiadores se negaran a refinanciar la deuda, se debe evidenciar que la decisión tomada es independiente de cualquier otro interés que pudieran tener. Por ejemplo, es muy común que en los procesos de refinanciación se elaboren planes de viabilidad económica en los que se establezca, en definitiva, como van a ser repagados los pasivos. Estos planes de viabilidad pueden incluir la venta de activos no esenciales para la operativa de la empresa (*non-core assets*) o la escisión de unidades de negocio empresariales para su puesta en valor a través de su venta o salida a bolsa. La refinanciación no puede condicionarse a que sean los bancos acreedores los intermediarios o asesores de estas operaciones.

Además, si un banco solo estuviera dispuesto a aceptar la refinanciación en caso de que el prestatario aceptara un precio superior, éste deberá comunicárselo en primera instancia al prestatario. Solo si el prestatario aceptara, dicho banco estaría habilitado a mantener conversaciones con otros bancos para discutir el nuevo precio. En el ámbito de las refinanciaciones, es normal que los importes a deber tras el acuerdo sean sustancialmente superiores a la cantidad original. En cualquier caso, estas conversaciones otra vez deben contar con el consentimiento del prestatario.

4.3.2. La firma del contrato entre acreedores:

El contrato entre acreedores (*intercreditor agrrement*⁵⁰) es un documento firmado entre los diversos acreedores a través del cual se regula la relación entre ellos, principalmente en lo que se refiere a:

- a) **El orden de cobro:** dado que en un préstamo sindicado hay un conjunto de acreedores entre los que rige la mancomunidad, es necesario establecer el orden de prioridad en el cobro. Este contrato puede establecer, por ejemplo, que la deuda subordinada no pueda ser repagada hasta que no se hayan satisfecho íntegramente las cuotas correspondientes a la deuda *senior*.

- b) **La ejecución de garantías:** en aquellos casos en los que los acreedores puedan compartir garantías reales, su modo de ejecución serán reguladas en el *intercreditor agreement*. Si la deuda senior compartiera las mismas garantías que una subordinada, se establecería en el contrato que la segunda no podría ejecutar las garantías sin el consentimiento de la primera o, si por el contrario, los pasivos fueran de idéntico rango, el contrato regulará el régimen de mayorías necesario para la ejecución de las mismas.

- c) **El vencimiento anticipado:** otro de los aspectos que acostumbra a ser objeto de regulación en estos contratos es la declaración de vencimiento anticipado de la deuda. Aquí, se constituye la obligación de información o, incluso de autorización, previa por parte del resto de acreedores para poder declarar el vencimiento anticipado del pasivo.

Dicho esto, el negocio jurídico de cooperación constituido por el sindicato de bancos es de naturaleza atípica y, desde la perspectiva de la defensa de la competencia cabe preguntarse si esta relación contractual contraviene en sí misma la legislación relevante.

⁵⁰ Véase: Serrano Acitores, A., *Leveraged BuyOuts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, 2013, págs. 325 a 327.

Tradicionalmente (tal y como fue argumentado por las entidades sancionadas por la CNMC en el asunto de los derivados extrabursátiles), las entidades financieras entendían que la financiación sindicada no estaba incluida dentro de las normas de defensa de la competencia dado que la cooperación entre ellas es necesaria para la celebración del contrato. Como se puso de manifiesto en la introducción a los préstamos sindicados, la *ratio* que subyace a la existencia de estos productos es la imposibilidad de que la financiación sea asumida por una única entidad, dado el riesgo que eso entrañaría.

Teniendo en cuenta los requisitos enunciados en el apartado 3 de los arts. 101 TFUE y 1 LDC, la cooperación debe ser un “requisito indispensable” para la concesión de la financiación. Consecuentemente, podemos determinar que el *intercreditor agreement* quedaría exento de acuerdo con estas disposiciones en aquellos supuestos en los que la prestataria imponga la formación de un sindicato bajo determinadas condiciones crediticias que no perjudiquen la competencia. Sin embargo, si la parte financiada optase por un proceso abierto de licitación (*open bidding*)⁵¹ y las entidades financieras optasen por eliminar la competencia entre ellas a través de intercambios de información sensibles sí parece claro que podría hablarse de verdaderos acuerdos anticompetitivos. Además, parece claro que los acuerdos de cooperación anticompetitivos podrían acogerse a procedimientos de exención individual o, si los efectos anticompetitivos resultantes del mismo fueran de escasa importancia, quedar fuera del ámbito de prohibición a través de la aplicación de la regla del *minimis* que ya fue explicada con anterioridad.

Si la parte financiada se encontrara en situación preconcursal o concursal viéndose obligada a la negociación de un convenio que supone, por imperativo legal, que los acreedores financieros se tengan que poner de acuerdo en cuanto a las nuevas condiciones crediticias

⁵¹ Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.

parece justificable que el intercambio de información entre las partes del sindicato y que esta pueda quedar exenta de la sanción por vulneración de las normas de competencia.

5. Contratos de cobertura del riesgo de tipos de interés:

Como ya se adelantó anteriormente en el trabajo, los intereses pagaderos como consecuencia de la contratación de un préstamo bancario consisten en un tipo de interés variable que tiene como referencia un índice que refleja el tipo de interés interbancario. El tipo de interés interbancario es aquel al que los bancos se conceden los préstamos a corto plazo entre sí, para después prestárselos a terceros. Así, este índice de referencia depende del banco central que sea el encargado de regular la política monetaria en cuestión, puesto que, en función de los tipos fijados por éste, los bancos se financiarán a uno u otro tipo. Este índice de referencia se conoce con el nombre de *Euribor* en la zona euro y *Libor* en Reino Unido. Las entidades financieras toman prestado dinero al tipo de interés fijado por el mercado interbancario, y los prestan a un tipo de interés superior. La diferencia entre ambos ratios supone el diferencial o el margen del banco (*spread*). Así, si una empresa contrata un préstamo con BBVA, los intereses a pagar podrían venir dados por la fórmula “*Euribor + 2%*”.

Debido a que el *Euribor* fluctúa diariamente, los deudores de los préstamos desconocen las cuantías que han de pagar mensualmente por los mismos en concepto de intereses durante la vida del contrato. Siguiendo el ejemplo anterior, si el *Euribor* estuviera en el 0%, el deudor habría de pagar el 2% en concepto de intereses sobre el saldo vivo, pero en el caso de que el *Euribor* marcara el 5% estaría obligado a pagar un 7%. Así, es muy frecuente que los deudores deseen tener certeza acerca de los intereses que pagarán en todo momento y buscan instrumentos que les permitan cubrirse ante las eventuales subidas de tipos de interés. Además, suele incluirse la obligación de que los instrumentos de cobertura sean contratados con las propias entidades participantes en la financiación y en proporción a su participación en la misma. Los instrumentos financieros tratados en este apartado suelen compartir las mismas garantías con la financiación y son formalizados conforme a modelos estándares.

Estos modelos son principalmente el modelo ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) y el modelo CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras). Los dos modelos constan de una estructura similar formada básicamente por tres partes: i) el contrato marco en el que constan las condiciones generales aplicables a las obligaciones derivadas del mismo, ii) un anexo que contiene modificaciones ad hoc al contrato marco y iii) una confirmación que comprende las condiciones económicas específicas de la operación de cobertura en concreto.

Las entidades financieras ofrecen principalmente lo que se conoce como *interest rate swap* o derivados sobre tipos de interés (IRS). Los derivados son contratos financieros cuyo valor está vinculado al precio de un producto denominado “subyacente”. El subyacente puede tratarse de un activo, tipo de interés, índice o la divisa o evento. El término “derivado” proviene de cómo el precio de estos contratos se deriva del precio del subyacente y se usa para referirse al conjunto de instrumentos financieros entre los que se incluyen, entre otros, futuros, forwards, opciones y swaps. Esta clase de productos pueden negociarse en dos tipos de mercados: mercados regulados y mercados no regulados (*over the counter*, OTC). Los IRS son negociados en mercados OTC, que se caracterizan por su opacidad y falta de liquidez, de ahí que tengan la consideración de “derivados extrabursátiles”.

Debido a que, como se ha puesto de manifiesto con anterioridad, la deuda contratada con el grupo de bancos se concreta en el pago de unos intereses que dependen de la fluctuación de un índice de referencia (*Euribor, Libor...*) es muy frecuente que las partes quieran abolir la incertidumbre asociada a la variación de tipos de interés y que, finalmente, la cantidad pagada en concepto de intereses sea lo más certera posible. Así, en la práctica esto se consigue a través de la contratación de productos derivados que en la mayoría de los casos reciben el nombre de *swaps* y *collars*. A continuación, se explica el funcionamiento de ambos productos.

5.1.Funcionamiento de los swaps:

En primer lugar, a través del *swap* el cliente se compromete a abonar una cantidad fija en concepto de intereses, en un periodo de tiempo, sobre el nominal pactado y, como contrapartida, las entidades financieras se comprometen a abonar a éste el importe resultante de aplicar el tipo de interés variable sobre dicho nominal. Nótese que, a través del derivado los intereses pagaderos se convierten en fijos cuando inicialmente esta cantidad era variable y desconocida para las diferentes cuotas que el cliente debía abonar durante el horizonte temporal para el que la deuda existiera. De esta forma, si los tipos de interés subieran, el cliente se vería beneficiado dado que, a través del derivado se compensarían los intereses pagados por encima del tipo fijado el mismo. Por el contrario, si los tipos de interés bajaran la entidad financiera sería la afortunada pues su cliente habría de abonar una cantidad menor en concepto de intereses si permaneciera el tipo de interés pactado inicialmente.

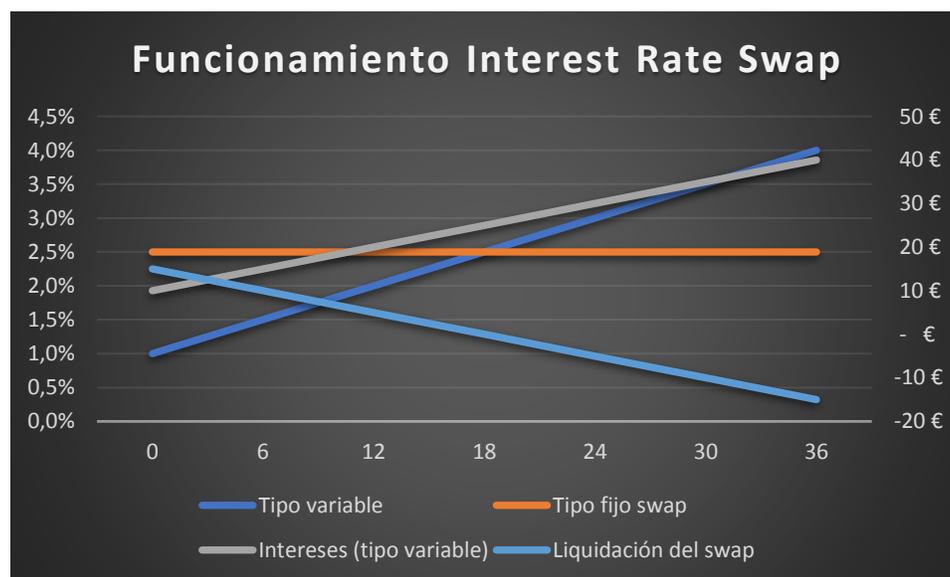
A modo de ejemplo, imaginemos una empresa que hubiera contratado un *swap* con el tipo fijo pactado en un 2'5%, liquidaciones semestrales y nominal de 1.000 euros. Si el tipo de interés de referencia el tipo de interés fuera del 1% en la fecha de contratación y, hubiera evolucionado como se muestra en el gráfico, situándose a los treinta y seis meses en el 4% las liquidaciones que tendrían lugar serían de la siguiente manera:

Tabla 3: Explicación Swap⁵².

Ejemplo Swap							
	0	6	12	18	24	30	36
Tipo variable	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Tipo fijo swap	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Intereses (tipo variable)	10 €	15 €	20 €	25 €	30 €	35 €	40 €
Intereses (tipo fijo)	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €
Liquidación del swap	15 €	10 €	5 €	- €	- 5 €	- 10 €	- 15 €
Intereses a pagar	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €

⁵² Fuente: Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

Gráfico 4: Explicación Swap.



5.2. Funcionamiento de los collars:

Los *collars*, son de naturaleza algo más compleja que los swaps. Un *collar* consiste en otro derivado hecho a medida que incorpora dos tipos de opciones de tipos de interés denominadas *cap* y *floor*. Una opción es un contrato por el cual una parte adquiere el derecho a comprar o vender un activo a un precio determinado previamente pactado y durante un periodo de tiempo concreto mediante el pago de una prima. Dado que el *collar* está constituido por dos opciones, para entender su funcionamiento ambas deben ser explicadas de forma separada:

- En el *cap*, el contratante del préstamo sindicado paga una prima al vendedor de la opción y, a cambio, si el tipo de interés variable tomado como referencia excediera el tipo máximo fijado en la opción, la contraparte (las entidades financieras) debería abonar la diferencia entre ambos tipos multiplicado por el nominal que está siendo objeto de cobertura por el derivado.

De esta forma, la opción *cap* protege al cliente de las posibles subidas de tipos de interés ya que, si estos subieran, tendría que abonar al grupo de entidades la cantidad debida en concepto de intereses por el tipo de interés variable, pero simultáneamente, tendría el derecho de percibir la diferencia entre el tipo máximo del *cap* y el tipo de interés variable. Consecuentemente, en relación con el préstamo sindicado, el cliente pagaría como máximo el tipo fijado por la opción *cap*.

- En el *floor*, se realiza la operación inversa. Esta opción protegería a las entidades financieras de las posibles bajadas de los tipos de interés. En este caso, la contraparte del *cap* es quien paga la prima y, por tanto, y el cliente se obliga a abonar la diferencia entre el tipo mínimo fijado por el *floor* y el tipo de interés variable, claro está, en caso de que este último cayera por debajo del *floor*. Así, en el supuesto de contratación de un collar, la cantidad mínima percibida por las entidades financieras sería el tipo fijado por el *floor* multiplicado por el nominal.

El *collar* combina ambas opciones, eliminando parcialmente la incertidumbre sobre la cantidad a deber en concepto los intereses ya que estos únicamente podrán fluctuar entre los tipos mínimo y máximo fijados por el *floor* y el *cap*. De esta forma, ambas partes del préstamo sindicado quedan protegidos de los potenciales cambios de los tipos de interés que pudieran resultarles perjudiciales⁵³.

Siguiendo con el ejemplo anterior, imaginemos que los tipos máximo y mínimo fueran del 5% y del 3'5%. De la misma forma, la liquidación de los pagos es semestral y el nominal de 1.000 euros. Si el tipo de interés en el momento de contratación fuera del 2% y, hubiera

⁵³ Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

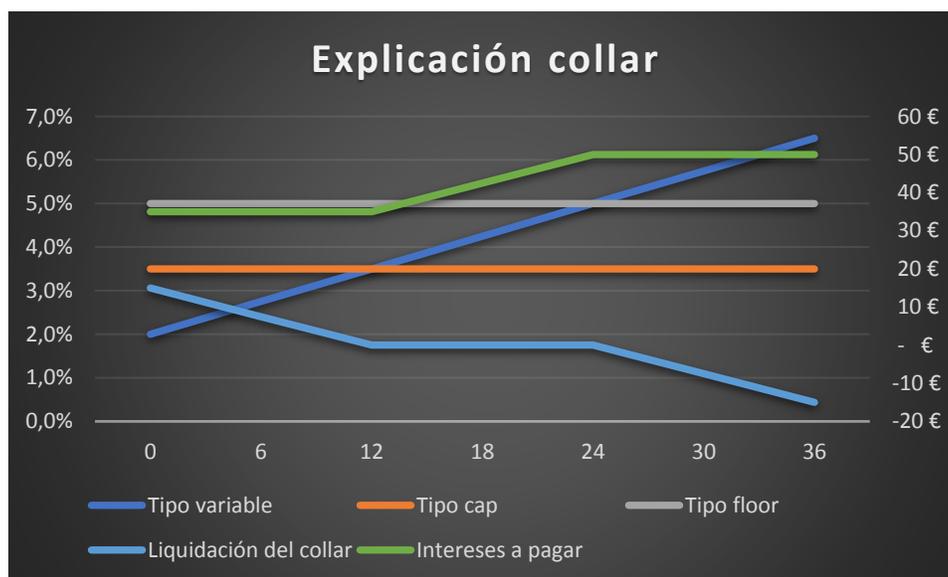
evolucionado como se muestra en el gráfico, situándose a los treinta y seis meses en el 6'5% las liquidaciones que tendrían lugar serían de la siguiente manera:

Table 5: Explicación collar⁵⁴.

		Ejemplo Collar						
		0	6	12	18	24	30	36
Tipo variable		2,0%	2,75%	3,50%	4,25%	5,0%	5,75%	6,50%
Tipo cap		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Tipo floor		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Intereses (tipo variable)		20 €	28 €	35 €	43 €	50 €	58 €	65 €
Liquidación del collar		15 €	8 €	- €	- €	- €	- 8 €	- 15 €
Intereses a pagar		35 €	35 €	35 €	43 €	50 €	50 €	50 €

⁵⁴ Fuente: Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

Gráfico 6: Explicación collar.



5.3.Cálculo del valor de los derivados:

Para comprender adecuadamente los problemas de competencia asociados a estos productos también es importante entender cómo se valoran los mismos y, por tanto, cuál es su coste o precio de contratación.

El coste de un *swap*, al igual que en el caso de las opciones, se denomina “prima”. La prima a pagar por el cliente se calcula estimando el valor del *swap* para el cliente en la fecha de contratación. Como en el caso de cualquier activo, el valor del *swap* viene determinado por los flujos de caja que se espera que genere el mismo en las futuras liquidaciones. Sin embargo, al contrario que en el caso de otros activos como pudiera ser un bono de renta fija, en el caso de los derivados sobre tipos de interés no es posible conocer los flujos de caja futuros, así que habrá que acudir a los tipos de interés a plazo (*forward*) que, de acuerdo con las estimaciones de mercado, son los valores más probables para los tipos de interés de referencia. Conocidos los niveles más probables para los tipos de interés de referencia, es posible calcular las liquidaciones asociadas al producto.

Calculados los cobros y pagos que tendrán que acometer las partes por la contratación del producto, simplemente habría que descontar dichos flujos de caja a una tasa de descuento para hallar el Valor Actual Neto (VAN). El VAN es precisamente el valor del producto para el cliente. Si el mismo arroja una cifra positiva, el cliente debería pagar esa cantidad en concepto de prima a la contraparte. Si por el contrario El VAN fuera negativo, sería la entidad financiera la que tendría que pagar la prima a su cliente. Y, por último, si fuera igual a cero ninguna de las partes tendría que pagar ninguna cantidad pues el valor del producto para ambas partes sería nulo.

De forma análoga, en el caso de los *collars* habrá que calcular el VAN del producto para hallar su precio. No obstante, dado que este producto está compuesto por dos opciones, habrá que realizar el cálculo para ambas. Mientras que la opción *cap* siempre tendrá un valor positivo para el cliente (solo le puede proporcionar ingresos), la *floor* siempre tendrá un valor negativo. De esta forma, la prima a pagar será la diferencia entre el valor de ambas opciones, pudiendo ser positivo, negativo o nulo para cualquiera de las partes⁵⁵.

Conceptualmente, la contratación de estos productos es beneficiosa para ambas partes de la operación pues se mitiga la incertidumbre asociada a la operación. Es importante mencionar, que el proyecto financiado podría no ser rentable en el supuesto de que los tipos de interés subieran repentinamente por encima de un tipo de interés determinado, viéndose la empresa obligada a impagar las cuotas debidas por la contratación del préstamo. Así, parece razonable que tanto financiadores como financiados deseen contraer las obligaciones derivadas de *swaps* y *collars*.

⁵⁵ Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

5.4. Problemas de competencia asociados a la contratación de derivados de cobertura del riesgo:

Anteriormente ya se explicó el funcionamiento de esta clase de productos. En este punto, además de la resolución de la CNMC, es importante destacar también los casos Euribor/Tibor⁵⁶, Euribor/Yird⁵⁷ y Lombard Club⁵⁸, en los que la Comisión Europea sanciona como infracciones especialmente graves los intercambios de información y acuerdos de fijación de precios en el mercado de derivados de tipos de interés. Las resoluciones de la UE recaen sobre los derivados indexados al EURIBOR y al EONIA (*Euro Over-Night Index Average*) en el caso de los derivados en euros, así como al LIBOR japonés y al TIBOR (*Tokyo Interbank Offered Rate*) en el caso de los derivados sobre yenes. A pesar de que las resoluciones europeas mencionadas, en comparación con la de la CNMC no versan sobre mercados idénticos (tanto en términos geográficos como de producto), sin duda guardan una estrecha relación y es cuanto menos sorprendente que en la resolución del regulador español no se haga mención a ninguna de ellas.

La comisión, en sus escritos de resolución se remite a la jurisprudencia de los tribunales europeos para establecer que se puede percibir la existencia de un acuerdo colusorio cuando las partes se adhieren a un plan común que limite o pueda limitar su conducta comercial individual al determinar líneas de su acción conjuntas o abstenerse de realizar ciertas acciones

⁵⁶ Decisión de la Comisión Europea de 4 de diciembre de 2013, Case AT.39914 – Euro Interest Rate Derivatives. Barclays, Deutsche Bank, Société Générale, The Royal Bank of Scotland contra Comisión Europea. http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/39914/39914_8702_9.pdf ( ltimo acceso 12/04/2018).

⁵⁷ Decisión de la Comisión Europea de 4 de diciembre de 2013, Case AT.39861 – Yen Interest Rate Derivatives. UBS, Deutsche Bank, Citigroup, The Royal Bank of Scotland, JPMorgan Chase & Co, R.P. Martin Holdings Ltd, Comisión Europea. http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/39861/39861_4165_3.pdf ( ltimo acceso 12/04/2018).

⁵⁸ Decisión de la Comisión Europea de 11 de junio de 2002, Case Comp/36.571/D-1. Austrian banks -Lombard Club Comisión Europea. http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/36571/36571_222_1.pdf ( ltimo acceso 12/04/2018).

en el mercado. El acuerdo puede ser expreso o tácito⁵⁹. Aunque el Art.101. del TFUE y el Artículo 53.1 de la Decisión del Espacio Económico Europeo⁶⁰ (EEE) establecen una distinción entre el concepto de prácticas concertadas y el de los acuerdos entre empresas con el objetivo de extender la prohibición de dichos artículos a ambas formas de coordinación entre empresas. Así, es posible sancionar aquellas conductas que no hayan alcanzado la etapa en la que se ha alcanzado un acuerdo propiamente dicho a sabiendas de que el mismo entrañaría riesgos de vulneración de la competencia⁶¹. Por lo tanto, una conducta puede caer bajo las disposiciones de los Arts. 101.1 TFUE y del art. 53.1 del Acuerdo del EEE como práctica concertada incluso cuando las partes no hayan suscrito explícitamente a un plan común que defina su actuación conjunta en el mercado, a sabiendas de que dicho acuerdo implicaría adoptar o adherirse a dispositivos colusorios⁶².

Teniendo en cuenta las conductas sancionadas por la Comisión Europea, en el mercado de derivados, las entidades financieras deben prestar especial atención a: la comunicación a trabajadores de otros bancos de sus posiciones abiertas y su exposición al mercado afectado,

⁵⁹ Véanse: Caso T-9/99, *HFB Holding y otros contra Comisión Europea* (2002) ECR II-1487, párrafos 199-200; Caso C-105/04 P *Nederlandse Federatieve Vereniging voor de Groothandel op Elektrotechnisch Gebied contra Comisión Europea*, [2006] ECR I-8725, párrafos 80, 94-100, 110-113, 135-142, 162.

⁶⁰ Decisión del Consejo y de la Comisión, de 13 de diciembre de 1993, relativa a la celebración del acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo entre las Comunidades Europeas y sus Estados miembros, por una parte, y la República de Austria, la República de Finlandia, la República de Islandia, el Principado de Liechtenstein, el Reino de Noruega, el Reino de Suecia y la Confederación Suiza, por otra parte.

Artículo 53:

1. Serán incompatibles con el funcionamiento del presente Acuerdo y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre las Partes Contratantes y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia en el territorio cubierto por el presente Acuerdo, y en particular los que consistan en:

a) fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción.

<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-1994-80086>

⁶¹ Caso 48/69 *Imperial Chemical Industries v Commission* (1972) ECR 619, párrafo 64.

⁶² Caso T-7/89 *Hercules v Commission* (1991) ECR II-1711, párrafo 256. Caso 48/69 *Imperial Chemical Industries v Commission* (1972) ECR 619, párrafo 64. Casos 40 to 48, 50, 54 to 56, 111, 113 and 114/73 *Suiker Unie and others v Commission* [1975] ECR 1663, párrafos 173-174.

la comunicación de información no disponible públicamente sobre futuras tomas de posición y acuerdos acerca de toma de posiciones comunes en el mercado entre otros.

A través del objetivo común de distorsionar el curso normal de los componentes del precio de los derivados sobre tipos de interés, las entidades participantes en los acuerdos colusorios redujeron la incertidumbre asociada a la fluctuación de los índices de referencia para el cálculo del valor de dichos productos⁶³ (EURIBOR, LIBOR, TIBOR EUONIA) gracias al conocimiento del comportamiento de sus competidores. La información compartida entre las partes en las conversaciones mantenidas bilateralmente antes de la fijación de los precios no estaba disponible a otros operadores del mercado, al menos con tanto detalle y, además, fueron más allá de lo estrictamente necesario para negociar los derivados sobre tipos de interés y del intercambio legítimo de información con el fin de incrementar la liquidez en el mercado.

Las conductas sancionadas en los casos descritos, como ha sido puesto de relevancia, inciden sobre la fijación de los precios y el intercambio de información en relación a productos bursátiles, sin embargo, los derivados asociados al mercado de préstamos sindicados son negociados en mercados OTC por lo que no comparten muchas de las características intrínsecas a los primeros. Por tanto, respecto de estos productos se debe prestar especial atención a las conversaciones mantenidas entre los bancos acreedores a la hora de fijar los precios del producto. Es cierto que la naturaleza de estos productos obliga a las entidades financieras a mantener conversaciones entre ellas. Al final, igual que en el caso del préstamo sindicado, el derivado deberá tener unas condiciones unitarias comunes a todas las entidades. Sin embargo, el cálculo de dichas condiciones debe ser lo más transparente posible para que éstas no sean fijadas arbitrariamente por los financiadores aprovechándose de la opacidad del mercado. Los audios aportados por las entidades incoadas en la investigación de la CNMC

⁶³ Véase: Caso C-238/05 *Asnef-Equifax y otros contra Ausbanc* (2006) ECR I-11125, párrafos 58-61.

ponen de manifiesto que, en las conversaciones mantenidas entre los bancos (sin presencia de la contraparte del derivado) en las que acordaron, con carácter previo al cierre, el tipo de interés que sería fijado como *floor*, proponiendo una de ellas directamente el 3,14%, el cual fue aceptado sin más por el resto de las entidades. En estas conversaciones mantenidas entre los bancos, éstos señalan que para convencer al cliente del nivel del *floor* pueden recurrir a la volatilidad como argumento. Con posterioridad a estas conversaciones, se procedió al cierre de la operación, ya con presencia de la parte financiada. En esa conversación es en la que se cerraría la operación con el nivel del *floor* previamente acordado por los acreedores⁶⁴.

En cuanto a los productos que aquí nos interesan, cabe señalar que el cálculo de sus precios se hacía teniendo en cuenta las condiciones de mercado. Teóricamente, las condiciones de mercado se extraen de los datos publicados en Reuters e ICAP⁶⁵ de acuerdo con la metodología explicada por Santander. No obstante, de la investigación realizada por la demandante (Grupo Vapat) se desprende que los precios de mercado fueron falseados e incrementados a través de la imposición de comisiones implícitas y diferenciales ocultos. De este razonamiento puede desprenderse que el mercado objeto de investigación es de un alto grado de opacidad y, en muchas ocasiones, no es fácil determinar cuáles son exactamente los precios de mercado dado que la información es muy escasa y no es accesible para los acreedores de los préstamos. De hecho, las entidades incoadas no negaron la existencia de la coordinación a la hora de determinar las condiciones económicas de los *swaps* y *collars*. Por el contrario, admitieron su práctica y, defendiendo que las prácticas sancionadas son de uso generalizado en el mercado, discuten que puedan ser consideradas contrarias a la legislación de competencia y que en todo caso estaría exenta en virtud del art. 1.3 de la LDC y del 101.3 del TFUE. Recordemos que el art. 1.3 LDC exime la aplicación del apartado primero del artículo a aquellos acuerdos que: "*contribuyan a mejorar la producción o la*

⁶⁴ Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).

⁶⁵ ICAP es una empresa proveedora de servicios de ejecución e información financiera.

comercialización y distribución de bienes y servicios o a promover el progreso técnico o económico”. Por tanto, aquí se sugiere que el problema de fondo de estos productos no radica en los problemas de competencia asociados a los mismos sino en una falta de regulación y transparencia de los mercados financieros en los que estos son negociados. Una regulación favorecedora de la transparencia y que obligara a la publicación de los índices empleados para el cálculo de los productos así como de la cotización de los mismos ayudaría a eliminar las conductas aquí sancionadas, así como a favorecer su liquidez. En cualquier caso, los problemas de competencia aquí descritos podrían solucionarse en gran medida a través de la inclusión de la contraparte en las conversaciones mantenidas entre los bancos en las que se acuerdan los tipos fijados en los mismos.

A raíz de la entrada en vigor de la directiva MiFid II la CNMV ha autorizado el funcionamiento de dos nuevos Sistemas Organizados de Contratación⁶⁶. Estos SOC consisten en nuevos centros de negociación adicionales a los mercados regulados ya existentes. Uno de estos SOC, gestionado por CIMD OTF Sociedad de Valores, incluye dentro de los instrumentos negociables en el centro de negociación los derivados sobre tipos de interés⁶⁷. Si bien en no se mencionan expresamente los derivados destinados a la cobertura de tipos de interés en la financiación sindicada y, estos podrían no ser objeto de negociación en estos mercados, la entrada de productos similares podría sanar en gran medida el problema de fijación de precios asociado a la contratación de los mismos.

⁶⁶ Véase: La CNMV autoriza a CIMD SV como nueva plataforma de negociación, disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-al-dia/3778734-cnmv-autoriza-cimd-sv-como-nueva-plataforma-negociacion>, (última consulta: 16/04/2018).

La CNMV autoriza dos nuevos sistemas de contratación acordes con Mifid II, disponible en: <https://www.invertia.com/es/-/la-cnmv-autoriza-dos-nuevos-sistemas-de-contratacion-acordes-con-mifid-ii?inheritRedirect=true>, (última consulta: 16/04/2018).

⁶⁷ Reglamento de CIMD OTF Sistema Organizado de Contratación de RENTA FIJA y DERIVADOS, disponible en: <http://www.cimdsv.com/wp-content/uploads/2018/01/CIMD-OTF-DEFIN-1.pdf>, (última consulta: 16/04/2018).

Dado que, cuando un producto es admitido a negociación en un mercado regulado surgen inmediatamente obligaciones de transparencia, como pueden ser la publicación de sus precios o de los índices empleados para el cálculo de su valor, surgiría un mercado de referencia en base al cual tener mayor certeza de cuales son efectivamente los “precios de mercado”. Piénsese en la dificultad de fijar precios por encima de mercado al vender una acción de Santander o Inditex, cuyo precio es conocido por todo aquel que lo desee. Con la creación de estos nuevos SOC, si finalmente los derivados analizados aquí entraran dentro de su objeto, la contraparte de los derivados tendría conocimiento del precio de estos productos y, por tanto, las entidades financieras no podrían fijar los precios de los mismos al venderlos.

6. Conclusiones:

Las operaciones que involucran a varias entidades financieras, como es el mercado de préstamos sindicados, no están exentos de las disposiciones establecidas en las leyes de competencia mencionadas y son tratadas como cualquier otra actividad comercial a la luz de lo dictado por las autoridades de competencia tanto comunitarias como nacionales. Uno de los problemas de estos productos reside en que no existe guía alguna emitida expresamente por las autoridades de competencia pertinentes que se adapten al sector. Así, muchas entidades creían y hasta hace no mucho tiempo y defienden que, dado que en la financiación sindicada la colaboración entre las entidades financieras es intrínseca su naturaleza, deberían estar exentas del cumplimiento de la normativa de competencia.

Sin embargo, los riesgos inherentes al proceso de sindicación y al funcionamiento eficiente del sector se pueden mitigar si se utilizan los procedimientos adecuados. En el trabajo, el análisis de los problemas de competencia asociados a la financiación sindicada han sido divididos según la fase del proceso en el que se encuentre la sindicación. Las fases diferenciadas en este trabajo han sido las que siguen: i) originación, ii) sindicación, iii) refinanciación, reestructuración y situaciones concursales y iv) la contratación de derivados de cobertura.

Durante la fase de **originación** se debe prestar especial atención al acuerdo de confidencialidad (NDA) firmado con la parte financiada tras la recepción de la RFP. Dado que las partes financiadoras de la operación llevarán a cabo **sondeos de mercado** durante esta fase con el fin de eliminar la incertidumbre asociada a la posterior sindicación, el contenido de estas conversaciones debe ajustarse a lo dispuesto en el NDA y, en caso de duda, debe acudir al deudor para contar con su consentimiento expreso. En esta fase debe tenerse especial atención a no conceder información sensible a terceras partes ajenas a la operación. La fase de originación es la más sensible a incurrir en actuaciones anticompetitivas dado que todavía no se ha formado el sindicato de entidades acreedoras y la confidencialidad del procedimiento todavía es muy elevada. A pesar de esto, las conversaciones, siempre que versen acerca de cómo será la distribución del riesgo en el mercado y siempre que tengan lugar dentro de la esfera permitida por el mandato del prestatario en la RFP, están permitidas durante esta fase del proceso.

Por otro lado, también es importante analizar la delicada posición del MLA en esta fase del proceso. Como ya se mencionó, en el caso de algunas entidades de confianza (*key relationship Banks*) o especialistas (*speciality knowledge Banks*) no es extraño que la parte financiada designe al banco agente antes de suscribir la carta de mandato con el fin de que forme al grupo de financiadores. Dado que el MLA es la entidad financiera encargada de la coordinación del proceso, entre sus labores está la de coordinar e intermediar las comunicaciones entre las diferentes entidades que potencialmente conformarán el sindicato de acreedores y la parte financiada. En la intermediación de estas comunicaciones, el MLA debe prestar atención a la doctrina de la UE que argumenta que una empresa puede ser sancionada en virtud del art. 101 TFUE, aunque esta no opere en el mercado afectado por la infracción, es decir, aunque esta no sea parte del supuesto cártel, pero sí un cooperador que permita la existencia del mismo. El papel de intermediario del MLA se presta a que pueda

incurrir en estas actuaciones por lo que debe ceñirse estrictamente a lo acordado en el NDA para no abrir *de facto* la fase de sindicación antes de lo convenido por el prestatario.

Por último, se advierte de que estos problemas acaecidos en la fase de originación podrían ser solventados en parte a través de la innovación de los contratos de la LMA. Los contratos marco elaborados por este organismo privado podrían involucrar más a la parte financiada en las conversaciones mantenidas en esta fase para, al Si bien podrían seguir dándose problemas asociados con la defensa de la competencia, contar con el conocimiento y la aprobación del deudor parece otorgar más transparencia al proceso, lo que implicaría poner en más dificultades a las autoridades de competencia en el momento de estimar la existencia de conductas colusorias.

Por otro lado, en la fase de **sindicación** se advierten problemas de fijación de precios y aparición de posiciones de dominio colectivas. Debe señalarse que, después de la formación del sindicato de acreedores el marco de la competencia entre ellos es totalmente diferente. En la fase de sindicación, el prestamista ya habrá otorgado a un conjunto de entidades financieras el mandato para la realización de una oferta conjunta y única y, por lo tanto, dichas entidades autorizadas tendrán que mantener conversaciones entre ellas. Sin embargo, la oferta finalmente formulada deberá basarse en las condiciones de mercado inherentes al momento de la sindicación, así como a la estructura de costes de cada de las entidades y no, a **márgenes y comisiones fijadas y pactadas** discrecionalmente por las entidades en esas conversaciones mantenidas entre ellos.

Además, en esta fase del proceso también es importante evitar la **aparición de posiciones de dominio colectivo**. La concentración bancaria acaecida en los últimos conlleva que, en muchas ocasiones, se llegue a situaciones colusorias, aunque sea de forma tácita. La jurisprudencia europea ha descartado que para estimar la existencia de posiciones de dominio

colectivas tengan que darse acuerdos entre las compañías que ostentan la posición de dominio en el mercado. Para poder hablar de interdependencia oligopolística es suficiente la existencia de vínculos económicos. A este respecto debe analizarse si los bancos con las mayores cuotas de mercado en los diferentes Estados Miembro ostentan una posición de dominio colectiva en los diferentes segmentos en los que operan. Ya se apuntó al respecto de esto la dificultad de definir cuáles son los mercados relevantes dado el amplio abanico de actividades para las que es utilizada la financiación sindicada, el amplio abanico de sectores y la diferente naturaleza de las partes financiadoras y financiadas entre otros factores.

En el análisis de la posible fase de **refinanciación, reestructuración y la aparición de situaciones concursales** se han tenido en cuenta dos posibles situaciones. En primer lugar, la posibilidad de que la refinanciación de la deuda sea condicionada a la **contratación de otros productos complementarios** tales como el asesoramiento en una futura salida a bolsa o en una operación de venta de unidades de negocio o activos calificados como “no esenciales” tras la aprobación del plan de viabilidad económico. La aceptación o denegación de la refinanciación debe ajustarse a la situación de hecho concreta y no a cualquier otro interés que pudieran tener. Asimismo, en esta fase también se hace mención al **acuerdo entre acreedores** y se analiza si puede ser en sí mismo anticompetitivo. Se concluye que cuando la parte financiada opte por un proceso abierto de licitación podría estimarse la aparición de verdaderos acuerdos anticompetitivos cuando en estos se optara por eliminar la competencia y por intercambiar entre sí información sensible.

Por último, debido a la habitualidad de su contratación y la reciente sanción impuesta a Santander, BBVA, Caixabank y Sabadell, se analizan los **problemas asociados a la contratación de derivados** de cobertura del riesgo de subida de tipos de interés. El problema central de estos derivados reside en que son negociados en mercados OTC en los que apenas hay transparencia y liquidez. La opacidad de estos mercados provoca que no sea sencillo identificar cuáles son los precios de mercado de estos productos y, por tanto, éste se presta al

establecimiento de **márgenes y comisiones** acordados entre las entidades emisoras del producto que eleven los precios de los productos. De esta forma, la solución a estos problemas puede no hallarse en el Derecho de la competencia sino en conseguir un mejor funcionamiento de los mercados financieros. La entrada en vigor de la directiva MiFID II ha impulsado reformas y la aprobación de medidas en pro de aumentar la transparencia en los mercados. Una de estas medidas aprobadas por la CNMV consiste en la creación de nuevos **Sistemas Organizados de Contratación** en los que se negocian productos tanto de renta fija como derivados. Estos sistemas de negociación obligan a la publicación de precios e índices de referencia lo que complicaría la imposición de comisiones y sobrepagos desconocidos por los clientes. Otra de las posibles soluciones aplicables tanto a los derivados como a los préstamos sindicados en sí mismos consiste en involucrar en mayor medida a la parte financiada en las conversaciones mantenidas entre todos los sujetos intervinientes en la operación. Una modificación de los modelos elaborados por la LMA que incluya estas disposiciones para la contratación de préstamos sindicados podría ayudar a evitar los problemas mencionados a lo largo del trabajo y, en cuanto a la contratación de los derivados, parece que tanto la LMA como ISDA o CMOF podrían elaborar modelos en los que se obligara a las entidades financieras a incluir al contratante en las conversaciones donde se establecen los acuerdos acerca de las condiciones a las que se ofrecerá la contratación de estos productos.

7. Bibliografía.

- Berg, T., Saunders, A., Schäfer, L., Steffen, S. (2016). “Brexit” and the Contraction of Syndicated Lending, disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2874724>.
- Bharath, S.T., Dahiya, S., Hallak, I., (2016). Corporate Governance and Syndicate Loan Structure, disponible en SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1731374>.
- Bloomberg. Global Syndicated Loans League Tables disponible en: <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-H1-2016-League-Tables-FINAL-FINAL.pdf>; (último acceso 14/04/2018).
- Bretz, O. Competition Law and Syndicated loans: Identifying the regulatory risks, disponible en: https://www.jordanpublishing.co.uk/system/froala_assets/documents/1553/CLJ_article_-_Comp_Law_and_Syndicated_Loans.pdf (último acceso 12/04/2018).
- Cai, J. (2010). Competition or Collaboration? The Reciprocity Effect in Loan Syndication”, *FRB of Cleveland Policy Discussion Paper, N.º. 09-09R*, disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1595066>.
- Cai, J., Eidam, F., Saunders, A. Steffen, S. (2017). Diversification or Specialization? An Analysis of Distance and Collaboration in Loan Syndication Networks, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2923150>.
- Cai, J., Eidam, F., Saunders, A. Steffen, S. (2017). Syndication, Interconnectedness, and Systemic Risk, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508642.
- Caso T-9/99, *HFB Holding y otros contra Comisión Europea* (2002) ECR II-1487, párrafos 199-200.
- Caso C-105/04 P *Nederlandse Federatieve Vereniging voor de Groothandel op Elektrotechnisch Gebied contra Comisión Europea*, [2006] ECR I-8725, párrafos 80, 94-100, 110-113, 135-142, 162.

- Chang, F. B. (2014). Death to Credit as Leverage: Using the Bank Anti-Tying Provision to Curb Financial Risk, *New York University Journal of Law and Business*, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2343251>.
- Christenfeld, A. M., Goodstein, B.M. (2013). Analyzing Antitrust Issues in Lending, *New York Law Journal*, Vol. 249, N° 108.
- Estevan de Quesada, C. 'Shadow banking' y financiación sindicada, *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n° 35, N° 145, 2017, págs. 205 a 212.
- Fischer, M., Mattes, J., Steffen, S. (2012). Bank Capital Competition and Loan Spreads.
- Goodhart, C., Schoenmaker, D. (2016). The Global Investment Banks are Now all Becoming American: Does that Matter for Europeans? *Journal of Financial Regulation*, Vol. 2, N° 2, 2016, disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805208.
- Houston, J., Itkowitz, J., Naranjo, A., (2007). Borrowing beyond Borders: The Geography and Pricing of Syndicated Bank Loans, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=969735.
- Johnson, C. (2001). Banking, Antitrust And Derivatives: Untying The Antitying Restrictions", *Buffalo Law Review*, Vol. 49, pp. 1-56, 2001, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=607865>.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. H., Xaun, Y. (2011). Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 104, No. 1, 2012; *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1727752>.
- Liu, Y., Wu, X. (2017). Shareholder Activism, Internal Corporate Governance and the Cost of Bank Loans, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2869446>.
- LSTA. Are Loan Syndications Anti-competitive? Not as as simple as you think. (2017), disponible en: <http://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-as-simple-as-you-think>. (Última consulta: 12/04/2018).

- Magalhaes, R., Tribó, J. A. Bank Regulations and Loan Contracts, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1343845>.
- Management Plan 2017, disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/management-plan-comp-2017_en_0.pdf (último acceso 21/03/2017).
- Manzanares Secades, A. (coord), Estudios sobre Financiaciones Sindicadas, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017.
- Martín Baumeister, B., (2018). Los créditos sindicados en el punto de mira de las autoridades de competencia: Valoración de las iniciativas recientes de la Comisión Europea, FCA y CNMC.
- Mehdi, B., Panyagometh, K., Gottesman, A., Roberts, G. (2016). Do tighter loan covenants signal improved future corporate results? *Financial Management*, 2017, vol. 46, issue 3, 593-625.
- Panyagometh, K., Roberts, G. S. Loan Syndicate Structure: Evidence From Ex Post Risk, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1083707>.
- Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16, disponible en: https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 15/04/2018).
- Saavedra Ortiz, J. J., Serrano Acitores, A. (coords), Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.
- Sentencia del Tribunal de Justicia de 16 de marzo de 2000, C-395/96 P Compagnie Maritime Belge Transport NV contra Comisión de las Comunidades Europeas, ECLI:EU:2000:132.
- Sentencia del Tribunal de Primera Instancia de 22 de octubre de 2015, C-194/14 P, AC-Treuhand AG contra Comisión Europea, nº. 36, ECLI:EU:T:2008:256.

- Serrano Acitores, A., *Leveraged BuyOuts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2013.
- STPI de de 25 de marzo de 1999, Gencor Ltd. c. Comisión, Asunto T-102/96 (Rec. 1999, p. II-753).
- Thomson Reuters. Global Syndicated Loans Review. Disponible en: http://share.thomsonreuters.com/general/PR/Loan_2Q_2016_E.pdf (último acceso 26/03/2017); (último acceso 14/04/2018).
- Turtle, W., Luoma, A. (2017). Syndicated lending: in the European Commission's sights? Disponible en: <https://www.slaughterandmay.com/media/2536310/syndicated-lending-in-the-european-commissions-sights.pdf>. (último acceso: 12/04/2018).