



# *Primeras impresiones sobre la 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*

Autor/a

**Bruno Martín Baumeister**

*Profesor Adjunto de Derecho Mercantil, Universidad Pontificia Comillas.*

**REVISTA LEX  
MERCATORIA.**

*Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*

RLM nº 8 | Año 2018

Artículo nº 10

Páginas 89-94

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

**Resumen:** En su resolución de 13 de febrero de 2018 la CNMC sanciona a cuatro entidades de crédito por infracción muy grave del artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC) así como del artículo 1 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados en financiación de proyectos. La CNMC acepta que ni la fijación del precio de los tipos floor y swap 'en condiciones mercado' o con 'coste cero' ni tampoco –aunque con algunas dudas– la fijación de dichos tipos con un margen (spread) representan una conducta prohibida del apartado 1 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE. Sin embargo, la determinación de un precio de los tipos superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado es ilícita cuando se realiza con desconocimiento de la parte financiada, lo que representa una restricción por objeto en forma de infracción única y continuada en el tiempo en el sentido del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE.

**Palabras clave:** Crédito sindicado; derivado de cobertura de tipo de interés; práctica colusoria.

La 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<sup>1</sup> sanciona a cuatro entidades de crédito por infracción muy grave del artículo 1 de la Ley de De-

fensa de la Competencia (LDC) así como del artículo 1 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados en financiación de proyectos.

Los contratos de financiación sindicada suelen prever, prácticamente sin excepción, la fijación de tipos de interés variable. La estipulación de un tipo de interés que comprende una magnitud variable –generalmente, EURIBOR a seis meses o LIBOR a tres meses– conlleva oscilaciones, que, potencialmente, pueden dar lugar a un encarecimiento del coste de financiación para la parte financiada y poner en peligro la capacidad de ésta para atender el servicio de deuda<sup>2</sup>. Este fenómeno recibe la denominación de ‘riesgo de tipo de interés’. El riesgo de tipo de interés es especialmente acuciante en las modalidades de financiación autofinanciada o con recurso limitado –p. ej. en el caso de financiación de proyectos o de adquisición apalancada–, en las que el caso base suele prever un ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD) muy ajustado al rango de flujos de caja. El riesgo de tipo de interés puede ser objeto de cobertura a través de dos figuras de instrumentos derivados, la denominada opción de tipo de interés collar (*interest rate collar*) y la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap* o IRS). El *collar* se desdobra en dos opciones de tipo de interés, denominadas, a su vez, *cap* y *floor*. El *cap* es una opción de tipo de interés en virtud de la cual una parte contratante –en nuestro supuesto, la parte financiada– se obliga a pagar una prima a otra parte contratante –denominada Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable–, a cambio de que esta últi-

ma se obligue a abonarle, en una o más fechas futuras, el importe que resulta de aplicar el tipo de interés en que el tipo de referencia variable de la financiación subyacente exceda el tipo máximo acordado –también denominado tipo *cap*, equivalente al tipo fijo aplicable en la fecha de contratación de la financiación más un determinado tipo diferencial–, sobre un determinado importe nominal acordado entre las partes, esto es, el importe del principal de la financiación o la parte de la misma cuya cobertura se pretende. La opción de tipo de interés *cap* tiene la virtualidad de proteger a la parte financiada frente a eventuales subidas del tipo de interés del crédito sindicado: cuando el tipo de referencia variable excede el tipo *cap*, la parte financiada recibe un ingreso que le permite abonar la diferencia a la parte financiera, de modo que la parte financiada paga siempre, como máximo, el tipo *cap* acordado. El *floor*, por su parte, es una opción de tipo de interés en virtud de la cual una parte contratante –en nuestro supuesto, la parte financiera–, se obliga a pagar una prima a otra parte contratante –la Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable que, en este caso, es la parte financiada–, a cambio de que esta última se obligue a pagar, en el supuesto de que en determinadas fechas futuras previamente pactadas por las partes contratantes el tipo de interés de referencia descienda por debajo del tipo de interés mínimo acordado (tipo *floor*), la diferencia entre esos dos tipos de interés, multiplicada por el importe nominal que está siendo cubierto frente a la bajada de tipo de interés. El *floor* es una opción que protege a la parte financiera de eventuales bajadas del tipo de interés: aunque la parte financiera obtiene menos ingresos en concepto de intereses bajo el crédito sindicado en el momento en que el tipo de referencia variable desciende por debajo del tipo *floor*, logra compensar esta pérdida me-

*Primeras impresiones sobre la 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*

diante el ingreso de un importe equivalente a la diferencia entre el tipo de interés mínimo y el tipo de referencia variable, de modo que percibe siempre, como mínimo, el tipo *floor* acordado. El *collar* es una figura que combina opciones de *cap* y *floor*, en la que la parte financiada en el crédito sindicado compra la opción *cap*, y la parte financiera compra la opción *floor*, ambos a cambio del pago de una prima. En particular, el collar suele contemplar una secuencia temporal de opciones de tipo de interés *cap* y *floor*—denominadas *caplets* y *floorlets*— fijadas en diferentes umbrales (*strike prices*) y ejercitables en determinadas fechas de liquidación, que abarca una parte significativa del periodo de amortización de la financiación sindicada. En resumen, mediante la contratación de un collar la parte financiada elimina el riesgo asociado a una subida de tipo de interés por encima del tipo máximo pactado, aunque también renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una eventual bajada de tipo de interés por debajo del tipo mínimo pactado. Correlativamente, la parte financiera se asegura de que el retorno que reciba del crédito sindicado no será nunca inferior al tipo mínimo, pero renuncia a beneficiarse de una subida de tipo de interés por encima del tipo máximo.

El segundo tipo de instrumento derivado es la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap*), que representa alrededor del 95% del mercado. En este caso, la parte financiada se obliga a pagar a la Entidad de Cobertura el importe equivalente a la multiplicación de un tipo de interés fijo sobre un determinado importe nominal a cambio de que la Entidad de Cobertura se obligue a pagar a la parte financiada un tipo de interés variable calculado sobre el mismo importe nominal en una determinada fecha de liquidación. De esta configuración se derivan tres posibles escenarios: (i) si en la fecha de liquidación el tipo de

referencia variable se sitúa por debajo del tipo de interés fijo, el Cliente debe abonar a la Entidad de Cobertura el tipo diferencial multiplicado por el importe nominal; (ii) si en la fecha de liquidación si el tipo de referencia variable es igual al tipo de interés fijo, el tipo de diferencial es igual a cero y la liquidación es nula, lo que implica que ninguna de las partes está obligada a realizar un pago; y (iii) si en la fecha de liquidación el tipo de referencia variable es superior al tipo de interés fijo, será la Entidad de Cobertura quien tenga que abonar el tipo diferencial multiplicado por el importe nominal al Cliente. En resumen, mediante la contratación del *swap*, la parte financiada elimina el riesgo asociado a una subida de tipo de interés por encima del tipo fijo pactado, aunque renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una bajada de tipo de interés por debajo de ese tipo fijo. Desde el punto de vista de la parte financiada y en términos estrictamente económicos, la contratación del *swap* convierte el tipo de interés variable en un tipo fijo. Correlativamente, la parte financiera se asegura que siempre recibirá el tipo de interés fijo pactado en el *swap*.

En su resolución de 13 de febrero de 2018 el Consejo de la CNMC acepta que ni la fijación del precio de los tipos *floor* y *swap* ‘en condiciones mercado’ o con ‘coste cero’ ni tampoco —aunque con algunas dudas— la fijación de dichos tipos con un margen (*spread*) representan una conducta prohibida del apartado 1 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, siempre que el proceso de determinación del precio se realice en condiciones de transparencia para la parte financiada. El Consejo considera, sin embargo, que la conducta adoptada por las entidades incoadas consistente en la determinación de un precio de los tipos *floor* y *swap*, superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado,

es ilícita y se realiza con desconocimiento de las partes financiadas, lo que representa una restricción por objeto en forma de infracción única y continuada en el tiempo en el sentido del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE. Aunque el Consejo no se expresa exactamente en estos términos, cabe entender que la infracción no reside en la redacción de las cláusulas relativas a los tipos *floor* y *swap* contenidas en los contratos de derivados ISDA/CMOF, sino en la ejecución de las mismas, esto es, en la adopción de una “práctica engañosa” para la fijación de los tipos en niveles superiores a las condiciones de mercado pactadas en el contrato. El Consejo rechaza, por otra parte, el argumento de las entidades incoadas de que la supuesta infracción se refiera a un número concreto y limitado de operaciones de financiación de proyecto, esto es, a las operaciones sobre las que versan las grabaciones que obran en el expediente. Al contrario, la conducta imputada representa una conducta de ‘carácter único y continuado’, que reúne los requisitos establecidos al respecto en la jurisprudencia europea<sup>3</sup>. El Consejo también rechaza el argumento de la Dirección de Competencia de que resulta anticompetitivo que las partes financieras obliguen a los clientes a contratar la cobertura con las propias entidades acreditantes. En este sentido, considera que esta práctica, por sí misma, no resultaría contraria a la normativa sobre competencia.

De la Resolución de la CNMC resultan llamativos tres aspectos. En primer lugar, el Consejo no considera en su razonamiento las decisiones de la Comisión Europea en materia de derivados bursátiles de tipos de interés<sup>4</sup> y prefiere apoyarse en la sentencia *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato* de 23 de enero de 2018<sup>5</sup>, estableciendo una similitud entre la conducta

identificada por el Tribunal de Justicia —una práctica colusoria consistente en la difusión de información sesgada en un contexto caracterizado por la opacidad de información con el fin de promover la segmentación de mercados<sup>6</sup>— y el aparente incumplimiento contractual en el que incurren las entidades incoadas al notificar como tipo de interés de mercado a la parte financiada un tipo de interés que es, de media, un 2,5% superior al tipo de mercado. En segundo lugar, resulta llamativo que el Consejo entre a calificar como conducta de ‘carácter único y continuado’ una práctica engañosa en el modo de fijación del tipo de interés que, a la luz de los hechos acreditados en el expediente, se refiere a un número reducido de operaciones de financiación referidas a un solo proyecto y que parece que debiera encontrar mejor acomodo en la figura de la responsabilidad contractual, en el Derecho de competencia desleal —por ejemplo, como acto engañoso en el sentido del artículo 5.1 e) Ley de Competencia Desleal— o, quizá, en el Derecho del mercado de valores —por ejemplo, como manipulación del mercado en el sentido del artículo 12 del Reglamento de Abuso de Mercado—<sup>7</sup>. Por otra parte, considerando las cuotas de mercado atribuidas a las entidades incoadas en el expediente, quizá la CNMC pudiera haber prescindido de entrar a calificar el carácter engañoso de la fijación de los precios y haber investigado la existencia de una posición de dominio colectivo y las posibles conductas abusivas que de ella pueden derivar, figura en la que se encuadrarían mejor la práctica de fijar precios excesivos y de vincular el derivado de tipo de interés al crédito de financiación sindicada<sup>8</sup>. Finalmente, sorprenden los importes de las sanciones impuestas por la CNMC en vista de la ausencia de precedentes nacionales y europeos en la materia y de la práctica

*Primeras impresiones sobre la 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*

habitual de no sancionar con excesivo rigor en estos casos.

---

#### NOTAS

<sup>1</sup> 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](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf) (último acceso 23/03/2018).

<sup>2</sup> Véase CUENCA MIRANDA, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en MANZANARES SECADES, A. (Coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 493 a 524; FRAGUAS BACHILLER, A., “Aproximación a los contratos de derivados como cobertura de las operaciones de financiación”, en AA.VV., *Cuadernos de Derecho para Ingenieros. Financiación*, Vol. 8, La Ley, 2010, págs. 83 a 85.

<sup>3</sup> La Resolución de la CNMC cita la Sentencia del Tribunal General (Sala Octava) del 16 de junio de 2011, asuntos acumulados T-04/08 y T-212/08, sobre el mercado de los servicios de mudanzas internacionales en Bélgica, ECLI:EU:T:2011:286, y da por cumplidos los tres requisitos establecidos en esta con respecto a la conducta de carácter único y continuado: (i) plan global que persigue un objetivo común, (ii) contribución intencional de la empresa a ese plan y (iii) conocimiento de los comportamientos infractores de los demás participantes.

<sup>4</sup> Las decisiones de la Comisión en los asuntos sobre derivados de tipos de interés en yenes (YIRD) y en euros (EIRD) identifican una restricción de la competencia en forma de manipulación de un índice de precios de referencia. Seguramente la CNMC fuera consciente de que es difícil establecer una similitud entre el mercado de derivados de tipo de interés bursátil y extrabursátil. El mercado bursátil es un mercado de contratación en el que se da una gran transparencia en la formación de los precios debido a la existencia de un índice de tipos de referencia –y que es objeto de manipulación por las entidades sancionadas–, mientras que el mercado extrabursátil carece de liquidez y es esencialmente opaco. Véanse Decisión de la Comisión de 4 de febrero de 2015 (AT.39861 – Yen Interest Rate Derivatives) y Decisión de la Comisión de 4 de diciembre de 2013 (AT.39914 – Euro Interest Rate Derivatives).

<sup>5</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 23 de enero de 2018, C-179/16, *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato*, ECLI: EU: C: 2018:25, apartado 95.

<sup>6</sup> El Tribunal de Justicia confirma la sanción a dos empresas farmacéuticas que comercializan medicamentos competidores por una práctica que tiene como objetivo, en un contexto caracterizado por la incertidumbre científica, la difusión de información engañosa sobre uno de los medicamentos con el fin de lograr una segmentación de mercados.

<sup>7</sup> El Sistema Organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados CIMD OTF creado en diciembre de 2017 puede ofrecer algunas soluciones a los problemas asociados a la opacidad del mercado de derivados extrabursátiles de tipo de interés; sobre todo la habilitación de un índice de referencia en el sentido del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2016.

<sup>8</sup> Podrían darse los tres requisitos de la posición de dominio colectiva acuñados en la Sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Cuarta) de 26 de enero de 2005, T-193/02, *Laurent Piau contra Comisión*, ECLI:EU:T:2005:22: (i) todos los miembros del oligopolio dominante deben poder conocer el comportamiento de los demás miembros para comprobar si están adoptando o no la misma línea de acción; (ii) es necesario que la situación de coordinación tácita pueda mantenerse en el tiempo, es decir, que debe existir un incentivo a no apartarse de la línea de conducta común en el mercado; y (iii) la reacción previsible de los competidores actuales y potenciales y de los consumidores no debe cuestionar los resultados esperados de la línea de acción común. Algunos estudios empíricos (vid. *supra* III.3) señalan que la concentración en el mercado EMEA ha aumentado en los años de la crisis y que el grado de “interconexión” y “reciprocidad” entre partes financieras en todo tipo de operaciones de financiación sindicada es alto, de modo que la estructura de algunos segmentos de mercado es, cuando menos, propicia a la colusión tácita. Los datos citados en la Resolución de la CNMC desde luego invitan a pensar en un grado alto de interconexión y reciprocidad entre las entidades incoadas. Véase CAI, J./ EIDAM, F./ SAUNDERS, A./ STEFFEN, S., “Syndication, Interconnectedness, and Systemic Risk”, disponible en:

