



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

# LA FINANCIACIÓN SINDICADA DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL DERECHO DE LA COMPETENCIA

Autor: Ignacio Díaz de Rábago de Areilza

5° E-3 A

Derecho de la Competencia

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid  
Abril 2019

## RESUMEN:

El presente Trabajo de Fin de Grado estudia las prácticas inherentes a la financiación sindicada desde el punto de vista del Derecho de la Competencia. Tras una introducción sobre el contexto actual del sector bancario y un repaso a las distintas iniciativas realizadas por autoridades públicas y a los estudios académicos que versan sobre el tema, se expone la normativa jurídica relevante en materia de Derecho de la Competencia: las prohibiciones de acuerdos colusorios y de abuso de posición dominante. A continuación, se explica la figura de la financiación sindicada, su funcionamiento jurídico, y las distintas fases en las que se divide. Después, se vuelve al estudio de la concesión de financiación sindicada deteniéndose en los aspectos que presenten mayores riesgos desde la perspectiva de las prohibiciones de cárteles y de abuso de posición de dominio, y ofreciendo algunas recomendaciones prácticas para mitigar dicho peligro. El estudio realizado muestra que los riesgos de cometer conductas anticompetitivas son mayores en las primeras fases de la financiación sindicada, en especial en la fase de originación, y que luego van decreciendo. Algunos de estos riesgos son: el intercambio de información estratégica entre las partes involucradas, la consideración del sindicato como cártel, la suscripción obligatoria de contratos adicionales, o la posición de dominio de las entidades colocadoras o agentes.

Palabras clave: Financiación sindicada, Derecho de la Competencia, Comisión Europea, CNMC, Cártel, Abuso de posición de dominio

## ABSTRACT:

The following Final Degree Project studies syndicated lending through the lens of Competition Law. After an introduction about the actual landscape in the banking industry and a review of the different initiatives from public authorities and academic studies on the topic, the prohibitions of collusive agreements and abuse of dominant position are explained, which consist of the relevant antitrust provisions to the study. Afterwards, syndicated lending is analyzed in depth, explaining its legal functioning and the different stages during the process of providing syndicated funding. We then return to this same process but focusing only in the practices which carry potential antitrust risks

form the perspective of cartel and abuse of dominant position prohibitions, while offering some practical advice on how to proceed when these risks arise. Our results show that these risks are higher within the early stages of syndicated lending, specifically in the origination phase, and, as the syndicated lending process moves on, they decrease. A few examples of these risks are the exchange of strategic information between the parties involved in the process, the view of the syndicate figure as a cartel, the mandatory subscription of tied contracts, or the dominant position of mandated lead arrangers and agent entities.

Keywords: Syndicated loans, Competition Law, European Commission, NAMC, Cartel, Abuse of dominant position

## ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS.....	1
1. INTRODUCCIÓN.....	3
1.1. El sector bancario tras la crisis financiera de 2008.....	3
1.2. Investigaciones previas .....	4
1.3. Literatura académica .....	7
1.4. Objeto y estructura del trabajo .....	9
2. ANÁLISIS DE LA NORMATIVA RELEVANTE.....	10
2.1. Ámbito normativo principal a nivel europeo y nacional en materia de defensa de la competencia.....	10
2.2. Tipos de conductas que son susceptibles de ser calificadas como anticompetitivas	10
2.2.1. <i>Conductas colusorias</i> .....	10
2.2.2. <i>Abuso de posición dominante</i> .....	11
2.3. Consecuencias de cometer una conducta anticompetitiva.....	14
3. LA FINANCIACIÓN SINDICADA.....	17
4. ACTUACIONES SUSCEPTIBLES DE SER ANTICOMPETITIVAS EN EL MARCO DE LOS PRÉSTAMOS SINDICADOS .....	22
4.1. Contactos entre las partes destinatarias de la RFP .....	22
4.2. Contactos entre las potenciales partes del sindicato una vez nombrado el MLA	24
4.3. Consideración de la figura del sindicato como un cártel .....	24
4.4. Suscripción obligatoria de derivados de tipos de interés con las partes financieras	26
4.5. Refinanciación .....	28
4.6. Abuso de posición dominante.....	29
4.6.1. <i>Papel del MLA en la formación del sindicato</i> .....	29
4.6.2. <i>La entidad agente y el riesgo moral</i> .....	32
4.7. Qué se recomienda hacer para mitigar los riesgos de cometer conductas anticompetitivas a lo largo del proceso de financiación sindicada.....	33
5. CONCLUSIONES.....	34
6. BIBLIOGRAFÍA .....	37

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

CNC: Comisión Nacional de la Competencia

CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

EMEA: *Europe, Middle East, and Africa* (Europa, Oriente Medio y África)

ESMA: *European Securities and Markets Authority*

EU: *European Union* (Unión Europea)

FCA: *Financial Conduct Authority*

FD: Fundamento de Derecho

HHI: *Herfindahl-Hirschman Index* (Índice Herfindahl-Hirschman)

LBOs: *Leveraged Buyouts* (adquisiciones apalancadas de compañías)

LDC: Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia

LMA: *Loan Market Association*

LSTA: *The Loan Syndications and Trading Association*

MLA: *Mandated Lead Arranger* (entidad colocadora)

OTC: *Over the counter* (realizado fuera de un mercado organizado)

RFP: *Request for proposal* (solicitud de propuesta)

RJ: Razonamiento Jurídico

RTDC: Resolución del Tribunal de Defensa de la Competencia

SAN: Sentencia de la Audiencia Nacional

STJCE: Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

TFG: Trabajo de Fin de Grado

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

UE: Unión Europea

UTE: Unión Temporal de Empresas

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1.El sector bancario tras la crisis financiera de 2008

Es un hecho hoy en día que la crisis crediticia de 2008 marcó un antes y un después en el mundo financiero. En lo que respecta al sector bancario, cabe destacar en primer lugar las medidas establecidas en los Acuerdos de Basilea III, que buscan reforzar los requisitos de capital de los bancos establecidos por los anteriores acuerdos de Basilea ante una posible crisis de liquidez futura. A este efecto, introducen el concepto de colchones de capital y una serie de ratios nuevos que han de cumplir los bancos (coeficiente de apalancamiento, coeficiente de cobertura de liquidez, coeficiente de financiación estable neta, etc.).<sup>1</sup>

Otra de las consecuencias de dicha crisis ha sido el comienzo de una larga etapa caracterizada por tipos de interés muy bajos fijados por los principales bancos centrales del mundo. Esta técnica de política monetaria expansiva ha marcado un tono más relajado de condiciones financieras y crédito fácil que, acompañado de otros estímulos, ha permitido a las principales economías mundiales recuperarse tras lo ocurrido en 2008. No obstante, en Estados Unidos la Reserva Federal está volviendo a subir los tipos de interés paulatinamente desde finales de 2015, buscando unos niveles más acordes con la realidad.<sup>2</sup> Mientras tanto los tipos en la Eurozona siguen en niveles muy bajos y así parece que va a seguir siendo, al menos hasta finales de 2019, con el Banco Central Europeo temiendo subir los tipos en un contexto de niveles de inflación por debajo de los esperados y de deceleración de la economía europea.<sup>3</sup>

Además, el *credit crunch* de 2008 puso de relieve la creciente importancia del problema del *shadow banking* en los mercados de financiación, que consiste en que compañías que no se consideran técnicamente entidades de crédito y por tanto no están sujetas a su

---

<sup>1</sup> Véase *Basilea III: marco regulador internacional para los bancos*: [https://www.bis.org/bcbs/basel3\\_es.htm](https://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm) (último acceso 30/03/2019).

<sup>2</sup> Véase *Policy Tools*, 19 de diciembre de 2018: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (último acceso 30/03/2019).

<sup>3</sup> Véase *Monetary policy decisions*, 7 de marzo de 2019: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html> (último acceso 30/03/2019).

regulación (como fondos capital riesgo, fondos de pensiones o *hedge funds*) desplazan a estas en su labor de concesión de préstamos y créditos. Si bien el origen de este fenómeno lo encontramos en las titulaciones de préstamos, la creación de otros productos estructurados y su posterior venta en mercados de capitales secundarios (Adrian y Shin, 2009), cada vez es menos extraño ver a alguna entidad de *shadow banking* lanzar ofertas directamente a la parte que busca financiarse. A modo de ejemplo, tenemos el caso reciente de GSO, la rama de gestión de deuda del *private equity* estadounidense Blackstone, que ofreció un préstamo de 1.500 millones de euros a un fondo *buyout* de su rival Advent International para financiar una adquisición.<sup>4</sup>

Por último, en lo que respecta al mercado de la banca corporativa y de inversión en Europa, los cinco grandes bancos estadounidenses (Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch y Citigroup) han desplazado a sus rivales europeos, y se encuentran en mucho mejores condiciones (Goodhart y Schoemaker, 2016).

## 1.2. Investigaciones previas

En este contexto de cambios, encontramos que varias autoridades públicas, órganos judiciales y asociaciones sectoriales se han comenzado a preocupar por el tema objeto del presente Trabajo de Fin de Grado, la naturaleza anticompetitiva de los préstamos sindicados.

En un momento inicial, muchos dudaron de la aplicabilidad de las normas comunitarias de competencia al sector bancario, entre ellos entidades de crédito y la propia Comisión. El argumento principal a favor de la no aplicación de normas *antitrust* a las actuaciones de este sector se basaba en la especial naturaleza de las actividades bancarias, íntimamente relacionadas con las políticas monetarias y económicas de los Estados miembros, cuyo servicio era además categorizado como de interés económico general en algunos de estos Estados (Bartels *et al.*, 2010). No obstante, a raíz del asunto *Züchner*, se disiparon las dudas sobre la aplicabilidad, estableciendo el Tribunal de Justicia que las

---

<sup>4</sup> Véase *Blackstone's €1.5bn offer shows growing threat to Wall St banks*, 12 de marzo de 2019: <https://www.ft.com/content/763a5ce4-43f3-11e9-b168-96a37d002cd3> (último acceso 30/03/2019).

normas de competencia comunitarias son plenamente aplicables a las entidades bancarias.<sup>5</sup>

El primer antecedente que podemos citar en relación con el análisis los préstamos sindicados por una autoridad de competencia en Europa se trata de un estudio de mercado elaborado por la autoridad de competencia holandesa en 2010. Esta misma publicó en su página web una nota de prensa compartiendo los resultados de dicho estudio, en los que se mostraba que la oferta en el mercado de préstamos sindicados holandés se había reducido tras la crisis financiera de 2008, si bien no se encontraron indicios de infracciones de la normativa holandesa de competencia.<sup>6</sup>

En 2011 nos encontramos en Reino Unido con el caso *Royal Bank of Scotland (RBS)/Barclays*, donde la extinta *Office of Fair Trading* sancionó a RBS por compartir con Barclays información sensible con relación a sus intenciones de fijación de precios en varios préstamos.<sup>7</sup>

Más adelante, a raíz de cambios legislativos en el régimen jurídico de competencia en Gran Bretaña, la *Loan Market Association*<sup>8</sup> publicó en el año 2014 una nota advirtiendo de la aplicación del Derecho de la Competencia a los préstamos sindicados y señalando algunas prácticas concretas que podrían considerarse anticompetitivas.<sup>9</sup>

En 2016 los préstamos sindicados despertaron el interés de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea, mencionando en su *Management Plan 2017* la posibilidad de realizar un estudio sobre los problemas anticompetitivos de los préstamos sindicados, a la vez que denunciaba la colaboración cercana entre los participantes y la falta de transparencia presentes en muchas de las áreas de este mercado, especialmente en las actividades OTC (como la venta de algunos derivados de crédito).<sup>10</sup> La posibilidad

---

<sup>5</sup> STJCE de 14 de julio de 1981, asunto 172/80, *Gerhard Züchner c. Bayerische Vereinsbank*, Rec. 1981, p. 2021, FD 7 y 8.

<sup>6</sup> Véase *NMa: limited choice for undertakings when seeking syndicated loans*, 25 de enero de 2010: [https://www.acm.nl/en/publications/publication/6254/NMa-limited-choice-for-undertakings-when-seeking-syndicated-loans#\\_blank](https://www.acm.nl/en/publications/publication/6254/NMa-limited-choice-for-undertakings-when-seeking-syndicated-loans#_blank) (último acceso 25/03/2019).

<sup>7</sup> Office of Fair Trading Decision No. CA98/01/2011, Case CE/8950/08, *Loans to large professional services firms*, 20 January 2011.

<sup>8</sup> La LMA es una asociación sectorial reputada como la autoridad principal en el mercado de los préstamos sindicados EMEA.

<sup>9</sup> Véase *Notice on the application of Competition Law to syndicated loan arrangements*, 30 de mayo de 2014: <https://bit.ly/2I1E9qk> (último acceso 25/03/2019).

<sup>10</sup> Véase *Management Plan 2017 Dirección General de Competencia de la Comisión Europea*: [http://ec.europa.eu/competition/publications/annual\\_management\\_plan/amp\\_2017\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/publications/annual_management_plan/amp_2017_en.pdf) (último acceso 28/03/2019).

de dicho estudio se volvió a reiterar unos meses después en la comunicación de la Comisión sobre la Investigación de conformidad con el artículo 17 del Reglamento (CE) n° 1/2003 en el sector de la banca minorista, en la que además se dice que, si bien la cooperación interbancaria puede aportar beneficios a la economía y a los consumidores, esto solo suele ocurrir cuando los bancos involucrados no son grandes y no tienen una cuota de mercado conjunta significativa; en caso contrario, los grandes bancos que cooperen entre sí con el objeto o el efecto de limitar la competencia son susceptibles de actuar de manera anticompetitiva.

Este estudio se materializó en un concurso convocado por la Dirección General de Competencia en 2017 bajo el título *EU loan syndication and its impact on competition in credit markets* (Sindicación de préstamos de la Unión Europea y su impacto sobre la competencia en los mercados de crédito) cuyo objetivo es un análisis sistemático del mercado de préstamos sindicados y sus posibles implicaciones para la política sobre competencia, centrándose en 6 Estados Miembros (Alemania, Francia, Holanda, Polonia, España y Reino Unido) y en operaciones de *project finance*, LBOs y proyectos de infraestructura que requieran de financiación transfronteriza. El análisis también ha de recoger información sobre la estructura del mercado de préstamos sindicados y la dinámica entre sus participantes.<sup>11</sup> La licitación la ganó el único postor, European Economic Research Limited (Europe Economics), una consultora especializada entre otros asuntos en políticas de competencia.

Aunque este estudio no implica de por sí el lanzamiento de una investigación formal por la Comisión Europea, sí que podría dar lugar a esta y/o a la apertura de expedientes sancionadores por la Comisión o las autoridades nacionales de competencia de los Estados miembros. El estudio consta de 318 páginas y fue publicado el pasado 8 de abril de 2019, a dos días de la fecha límite de entrega del presente trabajo. Aunque me hubiera gustado profundizar en su contenido, ha sido publicado con demasiada poca antelación para poder tenerse en cuenta en la realización del TFG. Por otro lado, cabe esperar a la lectura que haga la Dirección General de Competencia de dicho estudio.

Por su parte, la FCA<sup>12</sup> anunció en febrero de 2017 que había mandado cartas de aviso a compañías involucradas en préstamos sindicados por compartir información sensible

---

<sup>11</sup> Véase *Call for tenders' details, EU loan syndication and its impact on competition in credit markets*: <https://etendering.ted.europa.eu/cft/cft-documents.html?cftId=2309> (último acceso 30/03/2019).

<sup>12</sup> La FCA es la autoridad financiera del Reino Unido.

acerca de los términos y condiciones de dichas financiaciones.<sup>13</sup> Unos meses antes emitió un estudio de mercado sobre la banca corporativa y de inversión, pero no identificó ningún problema de competencia en relación con los préstamos sindicados.<sup>14</sup>

En Estados Unidos la LSTA<sup>15</sup> publicó una nota de prensa advirtiendo del interés de los reguladores europeos y de los jueces y tribunales estadounidenses<sup>16</sup> en examinar los riesgos anticompetitivos de las financiaciones sindicadas.<sup>17</sup>

Por último, en 2018 la CNMC impuso en su resolución *Derivados Financieros* una sanción de 91 millones de euros a Caixabank, Santander, Sabadell y BBVA en relación con la contratación de derivados de cobertura de riesgo de tipos de interés vinculados a préstamos sindicados.<sup>18</sup> Los citados bancos celebraron contratos de financiación sindicada en los que obligaban a los prestatarios a contratar con ellos estos derivados. Dichos contratos establecían que las condiciones aplicadas a los derivados se concedían a valor de mercado, pero la CNMC consideró que estas condiciones habían sido fijadas por los bancos, que habían intercambiado información comercial sensible a este respecto. A la CNMC se le presentó la oportunidad de examinar la concesión de financiación sindicada y la contratación de derivados financieros unida a esta. Sin embargo, se le puede echar en cara que no entrara a valorar si la naturaleza de los préstamos sindicados es anticompetitiva, limitándose a decir que a priori parecen lícitos. Actualmente, la resolución ha sido recurrida por las entidades de crédito ante la Audiencia Nacional.

### 1.3.Literatura académica

---

<sup>13</sup> Véase *FCA Regulation Round-up February 2017*, febrero de 2017: [https://www.fca.org.uk/publication/documents/rru-february-2017.pdf#\\_blank](https://www.fca.org.uk/publication/documents/rru-february-2017.pdf#_blank) (último acceso 28/03/2019).

<sup>14</sup> Véase *Investment and corporate banking market study: MS15/1.3 Final report*, 18 de octubre de 2016: <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-1-3-final-report.pdf> (último acceso 28/03/2019).

<sup>15</sup> La LSTA es otra asociación sectorial del mercado de los préstamos sindicados. Tiene un carácter similar a la LMA, si bien su ámbito de actuación se limita a Estados Unidos.

<sup>16</sup> Véase *Compucredit Holdings Corporation c. Akanthos Capital Management, LLC, et al.*, No. 11-13254 (11th Cir. 2012): [https://www.govinfo.gov/app/details/USCOURTS-mnd-0\\_10-cv-01213/context](https://www.govinfo.gov/app/details/USCOURTS-mnd-0_10-cv-01213/context) (último acceso 28/03/2019).

<sup>17</sup> Véase *Are Loan Syndications Anti-Competitive? Not As Simple As You Think*, 21 de febrero de 2017: <https://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-as-simple-as-you-think> (último acceso 28/03/2019).

<sup>18</sup> Resolución de la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC de 13 de febrero de 2018, *Derivados Financieros*, Expediente S/DC/0579/16.

En el mundo académico los estudios acerca de la posible anticompetitividad de algunas prácticas de la financiación sindicada son limitados.

En primer lugar, cabe destacar a Cai *et al.* (2018), que estudian el mercado estadounidense de préstamos sindicados y descubren que la organización del sindicato y el nivel de concentración del mercado están relacionadas con los niveles de precios de los préstamos (intereses, márgenes, comisiones...). Concretamente, aportan evidencia de que en los sindicatos cerrados (aquellos formados por miembros con experiencia crediticia similar) ha habido mayor supervisión de la parte financiada y menores precios hasta 2009. Desde entonces, notan que los niveles de concentración del mercado de préstamos sindicados estadounidense se han reducido, y que esto explica el fenómeno de colusión de precios en los sindicatos cerrados<sup>19</sup> (si bien por encima de un nivel de concentración de mercado, lo normal es que a menor concentración menores precios).

Adicionalmente, Christenfeld y Goodstein (2013) han estudiado los problemas de *antitrust* relacionados con la actividad de concesión de préstamos y créditos desde la perspectiva del ordenamiento jurídico estadounidense. Si bien no se centran exclusivamente en la financiación sindicada, sí que consiguen identificar algunos problemas relevantes como la celebración de contratos anudados (*tying*) a la financiación, la adopción de acuerdos colusorios, o el acceso a información sensible que pueden tener las entidades que a su vez financian a las entidades financieras.

Bretz (2015), antiguo socio jefe de *antitrust* en el despacho inglés Clifford Chance, también ha escrito sobre el asunto. A raíz de la nota publicada por la LMA mencionada más arriba, publicó un artículo en el que ponía de relieve los principales riesgos anticompetitivos a lo largo de los procesos de financiación sindicada, concluyendo que estos suelen ser más intensos al comienzo del proceso de financiación, y que el consentimiento del prestatario de cara a los intercambios de información en algunos momentos conflictivos resulta de fundamental importancia.

En esta misma línea podemos situar a Martín Baumeister (2017), tutor del presente TFG. Adicionalmente su trabajo también tiene en cuenta las iniciativas de la FCA, de la CNMC (si bien aún no se había emitido la resolución sancionadora) y de la Comisión

---

<sup>19</sup> Este razonamiento está en línea con la tesis de Hatfield *et al.* (2018), que explican este comportamiento a través de la teoría de juegos: si una entidad fija un precio por debajo del colusorio, el resto de las entidades del mercado la castigarán negándose a formar parte de su sindicato, notando que esta capacidad de castigo se ve reforzada por la baja concentración del mercado.

Europea, mencionadas en el apartado anterior. En alusión al estudio comisionado por la Comisión, el autor dedica un apartado al análisis de las prácticas sectoriales de *project finance* y LBOs y el papel de los préstamos sindicados y del Derecho de la Competencia en ellos.

Gutiérrez Hernández (2018), socio de Derecho de la Competencia del despacho de abogados Uría Menéndez, ha estudiado el asunto de los derivados de cobertura de riesgo de tipo de interés en el marco de los préstamos sindicados a la luz de la resolución de la CNMC *Derivados Financieros*. La cuestión de si la contratación obligatoria de estos derivados con las partes financieras consiste en un contrato anudado ha sido abordada por Johnson (2001).

Por último, también he encontrado una tesis de máster de la Universidad de Lund. En ella se estudian los posibles riesgos anticompetitivos de los préstamos sindicados en relación con la prohibición de acuerdos colusorios del art. 101 TFUE y se le vuelve a dar vital importancia al consentimiento de la parte financiada, por lo que habrá que estudiarse *ad casum* la vulneración del Derecho de la Competencia (Óskarsdóttir, 2018).

#### **1.4. Objeto y estructura del trabajo**

El objeto del presente TFG consiste en realizar un análisis crítico de la conformidad de las distintas prácticas inherentes a la financiación sindicada con las normas del Derecho de la Competencia españolas y comunitarias. Para ello, me voy a valer de las investigaciones y literatura mencionadas previamente con el objetivo de profundizar en ellas para armonizarlas y llegar a un estudio sistematizado que integre estos puntos de vista.

Tras esta introducción, se examinarán la legislación, jurisprudencia, doctrina y *softlaw* relevantes a estos efectos (apartado 2). Después, se procederá a un análisis jurídico de la práctica de la financiación sindicada (apartado 3). El apartado 4 revisa y categoriza las actuaciones que pueden suponer riesgos para el Derecho de la Competencia a lo largo de las distintas fases de la financiación sindicada. Por último, el apartado 5 consiste en una serie de conclusiones a modo de cierre.

## **2. ANÁLISIS DE LA NORMATIVA RELEVANTE**

### **2.1.Ámbito normativo principal a nivel europeo y nacional en materia de defensa de la competencia**

En el marco jurídico de la UE, las normas principales sobre competencia las encontramos en los arts. 101 a 109 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Dentro de este bloque de disposiciones, resultan especialmente relevantes para este estudio los artículos 101 y 102. El primero trata la prohibición de conductas colusorias entre empresas que afecten negativamente a la competencia dentro del mercado interior. El segundo contiene una prohibición de abuso de posición dominante en todo o en una parte sustancial del mercado interior.

En el ámbito nacional cabe destacar la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Dentro de su articulado encontramos los equivalentes a los arts. 101 y 102 TFUE, en sus arts. 1 y 2, respectivamente, si bien en vez de hacer referencia al mercado interior, se hace referencia al mercado nacional.

### **2.2.Tipos de conductas que son susceptibles de ser calificadas como anticompetitivas**

#### **2.2.1. Conductas colusorias**

El art. 101 TFUE tiene una estructura tripartita que replica el art. 1 LDC en sus tres primeros apartados. El primer apartado de ambas disposiciones está dedicado a la prohibición de conductas colusorias, que serán aquellos acuerdos, decisiones y prácticas<sup>20</sup> entre empresas que busquen, o que tengan el efecto de, impedir, restringir o falsear la competencia.<sup>21</sup> A modo de ejemplo, el TFUE y la LDC nos citan las siguientes conductas:

---

<sup>20</sup> El art. 1 LDC también incluye el término “recomendación”.

<sup>21</sup> En la práctica va a ser importante distinguir si se trata de una restricción por objeto (aquella cuyo objetivo sea dañar el juego de la competencia), pues entonces no hará falta probar sus efectos anticompetitivos para tacharla de conducta colusoria.

fijación de precios u otras condiciones de transacción; limitación o control de la producción, el mercado, el desarrollo técnico o las inversiones; el reparto de mercados o de fuentes de abastecimiento; la aplicación de condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, de forma que ocasionen desventajas competitivas; y la subordinación de la celebración de contratos a la aceptación de prestaciones suplementarias que, por su naturaleza o con arreglo a los usos de comercio, no guarden relación con el objeto de tales contratos (lo que se conoce en la práctica como “contratos anudados”).

El segundo apartado de los artículos establece como consecuencia de esta prohibición la nulidad de dichas conductas.<sup>22</sup>

No obstante, no todas las conductas colusorias están prohibidas. Los arts. 101 TFUE y 1 LDC establecen en su tercer apartado cuatro condiciones acumulativas que de cumplirse exceptúan la prohibición por los efectos positivos que conlleva: que la conducta sirva para mejorar la producción o la distribución de los productos o para fomentar el progreso técnico o económico; que se permita a los usuarios participar de forma equitativa del beneficio resultante; que la conducta no imponga a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para alcanzar tales objetivos; y que la conducta no ofrezca a las empresas partícipes la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios contemplados.

Además, también existe la posibilidad de que se dicten reglamentos comunitarios (los denominados “reglamentos de exención por categorías”) que declaren inaplicable la prohibición de conductas colusorias a determinados acuerdos, decisiones y prácticas, tal y como se prevé en el art. 1.4 LDC. Por su parte, el art. 1.5 LDC faculta al Gobierno para, a través de Real Decreto, establecer exenciones de dicha prohibición aplicables a determinadas categorías de conductas.<sup>23</sup>

### ***2.2.2. Abuso de posición dominante***

En cuanto a la prohibición de abuso de posición de dominio, la jurisprudencia comunitaria ha definido en el asunto *United Brands* posición de dominio como “*la posición de poder*

---

<sup>22</sup> Véase subapartado 2.3.

<sup>23</sup> En materia de préstamos sindicados no existe a fecha de hoy, ni se prevé su existencia de cara al futuro, ningún reglamento comunitario ni ningún reglamento dictado por el Gobierno con el fin de establecer exenciones de la prohibición de conductas colusorias.

*económico de una empresa que le permite obstaculizar el mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado de referencia, al darle la posibilidad de actuar en buena medida independientemente de sus competidores, de sus clientes y en definitiva de los consumidores”*.<sup>24, 25</sup> Además, dicha sentencia también señala que para confirmar la existencia de una posición dominante han de estudiarse varios factores, como la cuota de mercado de la empresa dominante, la estructura del mercado de referencia y las trabas a la competencia que puedan existir en dicho mercado.

En línea con la jurisprudencia europea, en el ámbito nacional, el Tribunal de Defensa de la Competencia<sup>26</sup> estableció en *Propiedad Intelectual Audiovisual* que “[L]a posición de dominio de un operador económico en un mercado determinado expresa su aptitud para modificar provechosamente, respecto de la situación de competencia, el precio o cualquier otra característica del producto. El que un operador tenga esa aptitud dependerá de que se beneficie de una serie de circunstancias que cabe resumir en poder e independencia en el mercado, en grado suficiente como para poder adoptar sus comportamientos sin tomar en consideración las posibles reacciones de los competidores o los usuarios y, de esta manera, ser capaz de modificar en su provecho el precio u otras características del bien o servicio”.<sup>27</sup>

Sin embargo, el TFUE y la LDC no prohíben de por sí la existencia de esta situación de dominio, sino su explotación abusiva. A modo de ejemplo, ambos textos legales nos otorgan el siguiente listado abierto de prácticas abusivas: la imposición de precios u otras condiciones de transacción no equitativas; la limitación de la producción, el mercado o el desarrollo técnico en perjuicio de los consumidores<sup>28</sup>; la aplicación de condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, de forma que ocasionen desventajas competitivas; y exigir la celebración de contratos anudados que, por su naturaleza o según los usos mercantiles, no guarden relación con el objeto del contrato principal. Adicionalmente, el art. 2.2 LDC también prevé como otra práctica de abuso de posición

---

<sup>24</sup> STJCE de 14 de febrero de 1978, asunto 27/76, *United Brands y United Brands Continentaal c. Comisión*, Rec. 1978, p. 207, apartado 65.

<sup>25</sup> También encontramos una definición muy parecida en la STJCE de 13 de febrero de 1979, asunto 85/76, *Hoffmann-La Roche & Co. c. Comisión*, Rec. 1979, p. 461, apartado 38.

<sup>26</sup> Actualmente dicho órgano no existe, se fusionó con el Servicio de Defensa de la Competencia para formar la Comisión Nacional de Competencia. A su vez, esta se integró en 2013 en la CNMC.

<sup>27</sup> RTDC de 27 de julio de 2000, *Propiedad Intelectual Audiovisual*, Exp. 465/99, FD 4.

<sup>28</sup> El art. 2.2 b) LDC hace referencia a “la distribución” en lugar de a “el mercado”; además, dice que dicho perjuicio ha de ser injustificado, y que también puede ser en perjuicio de las empresas, no solo de los consumidores.

dominante en su letra c) la negativa injustificada a satisfacer las demandas de compra de productos o de prestación de servicios.

Aunque algunas conductas subsumidas en los supuestos de hecho de ambas prohibiciones son muy parecidas y, como veremos, con carácter general ambas prohibiciones acarrear la misma sanción, es importante tener claras sus diferencias. Así pues, mientras que los arts. 101 TFUE y 1 LDC prohíben conductas colusorias en las que vemos como una pluralidad de empresas colaboran de manera concertada, los arts. 102 TFUE y 2 LDC prohíben a una o varias empresas que gocen de una posición de dominio (colectiva, en el caso de pluralidad de empresas) el abuso de dicha posición. Además, la primera prohibición no requiere que se dañe efectivamente la competencia del mercado, siendo suficiente que la conducta tuviera tal finalidad o que fuera susceptible de provocar tal efecto. En cuanto a la aplicación de la segunda prohibición, sí que se requiere un abuso de posición dominante que dañe la competencia.

Por último, se ha de hacer referencia a la denominada regla *de minimis*, en virtud de la cual las conductas anticompetitivas consideradas de escasa importancia y cuyo impacto en la competencia del mercado sea apenas perceptible no se consideran prohibidas. Este principio tiene un origen jurisprudencial, apareciendo por primera vez en el asunto *Völk*<sup>29</sup>, y ha sido objeto de múltiples comunicaciones de la Comisión Europea, siendo la más reciente la Comunicación relativa a los acuerdos de menor importancia que no restringen la competencia de forma sensible en el sentido del artículo 101, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Comunicación *de minimis*) de 2014. En dicho documento, la Comisión señala unos umbrales de cuotas de mercado resultantes de la cooperación que de cumplirse harán que se aplique la regla *de minimis*. Con carácter general, dichos umbrales son (apartado 8): que no se exceda del 10% para acuerdos celebrados entre empresas que sean competidoras o puedan serlo (denominados en la práctica acuerdos horizontales o cárteles), y que no se exceda del 15% para acuerdos celebrados entre empresas que no sean competidoras reales o potenciales (conocidos como acuerdos verticales).<sup>30</sup> De todas maneras, la propia Comisión también admite que cabe la posibilidad de que una conducta anticompetitiva sea considerada de escasa importancia aun cuando supere los anteriores umbrales (apartado 3). Además, la

---

<sup>29</sup> STJCE de 9 de julio de 1969, asunto 5/69, *Franz Völk c. SPRL Éts. J. Vervaecke*, Rec. 1969, p. 295, FD 7.

<sup>30</sup> Como se puede apreciar, los cárteles son considerados como una vulneración del Derecho de la Competencia de mayor gravedad que los acuerdos verticales.

Comunicación *de minimis* también establece, en línea con la jurisprudencia del TJUE, que las restricciones por objeto no podrán beneficiarse de la aplicación de la regla de escasa importancia (apartado 2). En particular, la Comisión menciona como ejemplos de estos acuerdos aquellos que tengan como objetivo: la fijación de los precios de venta de los productos a terceros<sup>31</sup>, la limitación de la producción o las ventas, o el reparto de mercados o de clientes (apartado 13). No obstante, hemos de tener en mente que las comunicaciones de la Comisión son disposiciones de *softlaw*, y no tienen fuerza vinculante<sup>32</sup>, sirviendo como mucho de orientación a tribunales y a autoridades nacionales de competencia.

Como se puede observar, en el ámbito europeo la regla *de minimis* se aplica solamente respecto de la prohibición de los acuerdos, decisiones y prácticas de cooperación contenida en el art. 101 TFUE. En el ordenamiento jurídico español la regla de escasa importancia está contenida en disposiciones normativas vinculantes y además su aplicación se expande también a las prohibiciones de abuso de posición dominante y de falseamiento de la competencia por actos desleales (art. 5 LDC). El Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia contiene en sus arts. 1 a 3 la regulación de la aplicación de este principio, que se asemeja mucho a lo ya explicado respecto de la Comunicación *de minimis*.

### **2.3. Consecuencias de cometer una conducta anticompetitiva**

Cabe comenzar recordando que una actuación de una compañía puede contravenir el Derecho de la Competencia Europeo, aunque dicha actuación haya tenido lugar fuera de la UE, de cumplirse ciertos requisitos (Otero García-Castrillón, 2001). Esto debería llevar a que las empresas sean muy cuidadosas en este ámbito, sobre todo ahora más que nunca, pues cada vez la economía está más globalizada y el comercio internacional tiene más importancia.

---

<sup>31</sup> De ahí, por ejemplo, que la *Office of Fair Trading* no entrase a valorar la aplicabilidad de esta regla al caso *RBS/Barclays*.

<sup>32</sup> Salvo, claro está, respecto de la propia Comisión, en virtud de las exigencias del principio de seguridad jurídica.

En virtud de la habilitación legal contenida en el artículo 103 TFUE, el Consejo adoptó el Reglamento (CE) nº 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado (actuales arts. 101 y 102 TFUE), por el que se establece que ante incumplimientos de los artículos 101 y 102 TFUE, la Comisión Europea tiene la facultad de imponer multas de hasta el 10% del total del volumen de negocios total del ejercicio anterior de la empresa o grupo empresarial infractor (art. 23.2 Reglamento 1/2003).<sup>33</sup> Adicionalmente, dicho Reglamento también prevé que las autoridades de competencia de los Estados miembros o sus órganos jurisdiccionales nacionales apliquen dichos artículos, y contiene previsiones sobre la cooperación de la Comisión con las autoridades de competencia de los Estados miembros. Para potenciar dicha cooperación, cumpliendo con la recomendación recogida en el considerando 15 del Reglamento 1/2003, se ha formado una Red Europea de Competencia, formada por la Comisión y las autoridades nacionales de competencia de los Estados miembros con el objetivo de descentralizar la aplicación de las normas de competencia. Los pilares de dicha Red se encuentran en la Declaración Común del Consejo y de la Comisión sobre el funcionamiento de la Red de Autoridades de Competencia y en la Comunicación de la Comisión sobre la cooperación en la Red de Autoridades de Competencia. Estos dos textos prevén la posibilidad de que las autoridades nacionales de competencia sean las que acaben investigando las potenciales conductas anticompetitivas contrarias a los arts. 101 y 102 TFUE, aplicando las normas de competencia contenidas en sus ordenamientos jurídicos.

En lo que respecta a España, el art. 63 de la LDC fija el techo de la multa por infringir dicha Ley en el 10% del volumen de negocios total del ejercicio anterior de la empresa o grupo de empresas infractoras. En el supuesto de que no sea posible delimitar el volumen de negocios, la multa será o de 500.001 a 10 millones de euros, o de más de 10 millones de euros, según se trate de una infracción grave o muy grave, respectivamente (art. 63.3 LDC). Además, el apartado segundo de dicho precepto legal establece que cuando el infractor sea una persona jurídica, se podrá imponer una multa de hasta 60.000 euros a cada uno de sus representantes legales o a las personas que integran los órganos directivos

---

<sup>33</sup> Al margen de estas multas sancionadoras, la Comisión también podrá imponer una multa coercitiva de hasta un 5% del volumen de negocios medio diario del ejercicio anterior por cada día de retraso desde la decisión que ordene el cese de la infracción de los arts. 101 y/o 102 TFUE (art. 24 Reglamento 1/2003). En nuestro derecho nacional, el art. 67 LDC también faculta a la CNMC para imponer este tipo de multas, si bien la cuantía de estas será de hasta 12.000 euros al día.

que hayan intervenido en el acuerdo o decisión. La citada Ley prevé que dichas multas las imponga la CNC, que como ya hemos señalado, se integró en la CNMC.<sup>34</sup>

Por otro lado, hemos de tener presente que los acuerdos y decisiones contrarios a los arts. 101 TFUE y 1 LDC serán nulos de pleno derecho, y que las empresas afectadas también podrán verse demandadas en la vía civil por los daños que su conducta anticompetitiva haya causado, tal y como lo prevén las normas contenidas en el Título VI de la LDC (arts. 71 y ss.), introducido por el Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores, cumpliendo así con la obligación de transponer el contenido de la Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea (Vidal Martínez y Arranz Fernández-Bravo, 2017). Además, el llevar a cabo conductas anticompetitivas tiene más costes que se escapan del ámbito de lo jurídico, como los daños a la reputación e imagen de las empresas.

Además, en algunos Estados miembros, como es el caso de España o del Reino Unido, se castigan bajo las normas penales algunas de estas conductas anticompetitivas. En el caso de España, nuestro Código Penal tipifica como delitos en sus arts. 262 y 281 la alteración de precios en concursos y subastas públicas, y la reducción de la oferta de productos de primera necesidad o de materias primas (con el objetivo de desabastecer al mercado, alterar precios o perjudicar gravemente a los consumidores), respectivamente, y prevé incluso penas de prisión. En lo que respecta al Reino Unido, sus normas son aún más estrictas.<sup>35</sup> El art. 188 de la *Enterprise Act 2002* habla sobre los cárteles<sup>36</sup>, siendo

---

<sup>34</sup> Además, el artículo 13 de la LDC también otorga a los órganos de Defensa de la Competencia de las Comunidades Autónomas competencias ejecutivas en materia de defensa de la competencia respecto a procedimientos que tengan por objeto las conductas previstas en los artículos 1, 2 y 3 de dicha Ley. Concretamente, según la Ley 1/2002, de 21 de febrero, de Coordinación de las Competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de Defensa de la Competencia, estos órganos tienen competencia cuando las potenciales conductas anticompetitivas no afecten a un ámbito superior al de una Comunidad Autónoma.

<sup>35</sup> Es conveniente tener en mente que la ley aplicable a la mayoría de los préstamos sindicados en el mercado EMEA es la del Reino Unido. Las normas de competencia equivalentes a los arts. 101 y 102 TFUE las encontramos en los Capítulos I y II de la *Competition Act 1998*, respectivamente.

<sup>36</sup> Para el abuso de posición dominante y para la vulneración de la prohibición de acuerdos verticales no se prevén, con carácter general, penas de prisión.

culpables de la infracción aquellos que implementen o intenten implementar<sup>37</sup> un acuerdo horizontal que: fije precios, limite la oferta o la producción, reparta el mercado, o busque manipular licitaciones (por ejemplo, que las partes acuerden que solo acudirá una de ellas a un procedimiento de licitación). El art. 190 de dicho texto establece como pena máxima para el ilícito anterior de cinco años de prisión y/o una multa de cuantía indefinida. En principio las investigaciones sobre estas infracciones las lleva a cabo la *Competition and Markets Authority* en su calidad de autoridad nacional de competencia de Reino Unido, pero la imposición de sanciones penales corresponde a los tribunales británicos.

### 3. LA FINANCIACIÓN SINDICADA

Podemos definir el contrato de financiación sindicada como el “*negocio jurídico de préstamo y/o de crédito, en virtud del cual una pluralidad de prestamistas y/o acreditantes, que en la mayoría de los casos suelen ser entidades de crédito como bancos y cajas de ahorros —denominados, conjuntamente, sindicato de bancos (syndicate)— se obligan, mancomunadamente, a entregar o a poner a disposición un importe de dinero y el prestatario y/o acreditado, que habitualmente es un empresario societario mercantil, se obliga a abonar ciertas comisiones y a devolver el importe entregado o efectivamente dispuesto, incrementado en un importe de intereses, en un determinado plazo*” (Martín Baumeister, 2014). Como veremos, este tipo de financiación tiene un carácter muy versátil y puede configurarse de distintas maneras.

La sindicación de la deuda presenta ventajas para todas las partes involucradas en tanto que permite a través de una operación que las partes financieras provean de fondos a la parte financiera para acometer proyectos que, por su tamaño y/o su riesgo, no podría financiar un solo banco. El riesgo inherente al producto es repartido entre los miembros del sindicato, que, con carácter general, también pueden transmitir la totalidad o parte de sus participaciones en el mercado secundario. El coste para la parte financiada suele ser

---

<sup>37</sup> El texto original estaba diseñado para castigar solamente los cárteles más radicales y establecía que el acuerdo había de ser deshonesto; sin embargo, la *Enterprise and Regulatory Reform Act 2013* eliminó este término, aunque a cambio introdujo una serie de exenciones y de medios de defensa (arts. 188A y 188B *Enterprise Act 2002*, respectivamente).

menor que el que resultaría de financiarse a través de varios préstamos o créditos no sindicados; además, en lo que respecta a costes de transacción, documentos y procedimientos, se trata de un negocio jurídico mucho más eficiente (Mugasha, 2007; Bretz, 2015; Martín Baumeister, 2017; Óskarsdóttir, 2018). En cuanto a sus usos principales, los datos más recientes a los que he podido acceder para el mercado EMEA muestran que, durante la primera mitad de 2018, estos fueron: financiación de necesidades generales corporativas, financiación de adquisiciones y *project finance*.<sup>38</sup>

Como se deduce de la definición dada más arriba, la financiación sindicada se puede conceder bajo la forma de préstamo o de crédito revolvente, o incluso bajo una mezcla de ambas.<sup>39</sup> La diferencia principal entre dichas figuras consiste en que en el préstamo se presta una cantidad de dinero y en el crédito se cede la disposición de hasta una cantidad. La naturaleza jurídica del préstamo es la del mutuo: el prestamista se obliga a entregar al prestatario una cantidad concreta de dinero u otro bien fungible (en este caso dinero), y el prestatario se obliga a devolver al prestamista el *tantundem* más los intereses pactados tras el transcurso del plazo especificado.<sup>40</sup> Mientras, en el crédito revolvente la parte financiera cede la libre disposición de una cantidad de dinero a la parte financiada a través de una línea de crédito. La parte financiada puede retirar los fondos que necesite hasta la cantidad acordada, si bien los habrá devuelto transcurrido el plazo pactado (si bien este se suele renovar muchas veces), y ha de pagar intereses sobre los fondos retirados, además de una comisión menor sobre la parte no utilizada pero puesta a disposición. Dada la mayor flexibilidad del crédito, esta figura suele tener un coste mayor que el préstamo para la parte financiada.

Por otro lado, la obligación de los miembros del sindicato de proveer financiación (o de intentarlo conforme sus mejores esfuerzos, según cómo se configure el compromiso) no es solidaria; por lo que en caso de que un miembro del sindicato incumpla, el resto no son responsables y no se les puede pedir el cumplimiento de la obligación incumplida. No obstante, si la obligación de la entidad colocadora era de resultado (y por tanto lo normal

---

<sup>38</sup> Véase *GLOBAL SYNDICATED LOANS REVIEW MANAGING UNDERWRITERS First Half 2018 Thomson Reuters*: <https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2018/loan-2q-2018-en.pdf> (último acceso 30/03/2019).

<sup>39</sup> A lo largo del presente trabajo aparece reiteradamente el término “préstamo sindicado”, refiriéndose (salvo que se indique lo contrario) al concepto amplio de financiación sindicada, incluyendo tanto la figura de préstamo como de crédito.

<sup>40</sup> Además, estos préstamos siempre se reputarán mercantiles conforme a lo dispuesto en el art. 311 del Código de Comercio, pues al menos uno de los contratantes va a considerarse comerciante y el dinero prestado se destina a actos de comercio.

es que se la nombre también entidad aseguradora), será esta la que responda frente a la parte financiada (normalmente aportará la cantidad restante de sus propios fondos antes que incumplir). Si existieran varias entidades aseguradoras, estas responderían a prorrata por el importe restante.<sup>41</sup>

Con carácter general, dentro del proceso de financiación sindicada se pueden distinguir tres fases (Martín Baumeister, 2017):

La primera fase, que podemos denominar de originación, comienza al surgir una necesidad de financiación para la parte financiada<sup>42</sup> y decide cubrirla con un préstamo sindicado. Para ello inicia un procedimiento, que puede ser cerrado (llama a determinadas entidades financieras con las que tenga una relación de confianza o por requerirlo la especialidad de la materia) o abierto de subasta, en el que solicita ofertas. Dicho proceso se plasma en el envío de una RPF acompañada de un acuerdo de confidencialidad a las entidades interesadas en cubrir el préstamo como entidades colocadoras para que presenten ofertas. El contenido de la RFP suele incluir el importe de la financiación, los plazos de disposición y amortización, los intereses y comisiones, el tipo de compromiso<sup>43</sup> y otros términos y condiciones esenciales.

Aceptada una de las ofertas, la parte elegida y la parte financiada firman la carta de mandato, consistente en un contrato de comisión, en virtud del cual se nombra a la parte elegida entidad colocadora (denominada *arranger*, *MLA* o *bookrunner*). Este cargo (que

---

<sup>41</sup> En el caso de sobresuscripción, salvo que exista una cláusula *reverseflex*, lo normal es que la entidad colocadora contacte con la parte financiada para ver si estaría interesada en aumentar el importe de financiación. Si esta no quiere, se reducen los importes comprometidos por las partes financieras a prorrata (*scaling back*), si bien la tasa interna de retorno prometida inicialmente a cada parte se mantiene. Esto puede resultar en perjuicio de la parte financiada, pues generalmente cuanto mayor sea la cantidad aportada por una parte, mayor interés le corresponderá; por tanto a las cantidades efectivamente aportadas probablemente corresponderían menores intereses.

<sup>42</sup> Técnicamente hasta la firma del contrato de financiación no cabe hablar de parte financiada y partes financieras. Sin embargo, por motivos de facilitar la explicación, se usan dichos términos desde la primera fase.

<sup>43</sup> El compromiso de financiación puede ser de distintos tipos (LMA, 2013): Si estamos ante una *underwritten deal* la obligación de las entidades colocadoras de financiar a la parte financiada (que a su vez puede ser por el total de la financiación o por una parte de esta) es una obligación de resultado, por lo que, de no conseguir suscribir el importe comprometido, estas habrán de aportar sus propios fondos para asegurar el resultado. Si se trata de una *best-efforts deal* la obligación es de medios, teniendo que poner las entidades colocadoras sus mejores esfuerzos en intentar reunir la totalidad de la financiación asumida, traspasando a la parte financiada el riesgo de no conseguir levantar suficiente dinero. Con carácter general, en una *underwritten deal* se firma el acuerdo de financiación (solamente por las entidades colocadoras) antes de la formación del sindicato en el mercado primario, mientras que en una *best-efforts deal* el sindicato se forma antes y luego se firma por todos sus miembros el contrato de financiación. Por último, también podemos estar ante una *club deal*, donde la financiación la aportan las partes elegidas por la parte financiada, y no se prevé la sindicación de esta.

también puede recaer sobre varias partes) comprende las obligaciones de negociar los términos generales de la financiación y de formar el sindicato que aportará los fondos.

La segunda fase comprende la negociación y la sindicación en el mercado primario de la financiación, y termina con la firma del contrato de financiación sindicada. La propia carta de mandato incluye los términos que se han de negociar (los cuales suelen venir en la forma de anexo en un documento denominado *term sheet*, que resume las condiciones comerciales principales de la financiación<sup>44</sup>), la estrategia de sindicación, el tipo de compromiso de financiación, la prohibición de *front running*<sup>45</sup>, cláusulas *marketflex*<sup>46</sup> y *reverseflex*<sup>47</sup>, etc. El MLA suele utilizar el *term sheet* para elaborar cartas de invitación dirigidas a entidades que puedan estar interesadas. El siguiente paso a las cartas de invitación es la preparación de un *information memorandum* dirigido a las entidades que sigan interesadas, con el objetivo de invitar a las que quieran a formar parte del sindicato; en este documento se profundiza en los contenidos del *term sheet*, incluyendo información financiera sobre la parte financiada y su capacidad para devolver la deuda. A cambio de su trabajo, el MLA percibe una remuneración, independientemente de la que recibe como parte financiera miembro del sindicato. Una vez suscrita la financiación, formado el sindicato, todos los miembros firman el contrato de financiación con la parte financiada y se transfieren los fondos.

Respecto a la figura del sindicato de bancos, esta es definida por Martín Baumeister (2014) como “*un negocio jurídico de cooperación atípico, que suele plasmarse en el propio contrato de financiación sindicada o en un documento separado denominado contrato entre acreedores (intercreditor agreement), que es suscrito por las entidades de crédito, pero no por el prestatario y/o acreditado*”. Por otro lado, la doctrina tradicional identifica a esta figura con la UTE (pues tiene un carácter temporal vinculado a la consecución de un objetivo y carece de personalidad jurídica), que se forma con el objetivo de proveer de financiación a la parte financiada entre todos los miembros.

---

<sup>44</sup> Como las partes involucradas, los distintos cargos, la forma y el importe de la financiación, los intereses, los márgenes, las comisiones, los plazos de amortización y disposición, los *covenants*, etc.

<sup>45</sup> Esta práctica consiste en que el MLA promueva la venta del producto en el mercado secundario a potenciales miembros del sindicato, cuando aún no se ha cerrado la sindicación en el mercado primario.

<sup>46</sup> Esta cláusula prevé que en caso de infrasuscripción el MLA pueda cambiar algunos elementos de la financiación (como plazos de disposición y amortización, intereses, comisiones...) con el objetivo de hacerla más atractiva a los potenciales inversores.

<sup>47</sup> Al contrario que la cláusula *marketflex*, esta previsión permite al MLA la renegociación a la baja de los intereses con los otros prestamistas en caso de sobresuscripción.

Dentro del sindicato se designa por sus miembros a una entidad agente, que suele ser el propio MLA, a través de un contrato de comisión (que a su vez limita la discrecionalidad de la actuación del agente, requiriendo muchas veces autorización previa de la mayoría de los miembros del sindicato), para que actúe en nombre del sindicato en las relaciones con la parte financiada (incluyendo el flujo de información y de pagos) y supervise el cumplimiento del contrato por esta. A cambio de actuar como puente entre el sindicato y la parte financiada, el agente cobra una tarifa. No es extraño que la función del agente se desdoble en otras, pudiendo encontrar figuras como la del agente de garantías (en caso de existir un paquete de garantías), encargado de la administración de estas, de su novación y del reparto de cuantías en caso de ejecución.

Suscrito el contrato de financiación comienza la última fase de ejecución. Esta fase comprende la disposición de los fondos por parte del sindicato y su posterior amortización por la parte financiada, así como la eventual refinanciación o novación del contrato de financiación en caso de requerirlo. Además, en la práctica mercantil los tipos de interés que paga la parte financiera a los miembros del sindicato suelen ser variables y se forman con un tipo de referencia (por ejemplo, Euribor a x meses) más un diferencial que se lleva el prestamista como margen. Esta configuración hace que resulte en provecho de todas las partes la contratación de derivados de cobertura de riesgo de tipo de interés que mitiguen este riesgo. Normalmente, estos instrumentos de cobertura vienen unidos a la propia financiación, de forma que la parte financiada tiene que contratar obligatoriamente estos derivados con las mismas entidades que le conceden el préstamo y/o crédito.

Desde la perspectiva del sindicato, a lo largo de esta fase sus miembros tienen la opción de colocar una porción o el total de sus posiciones en el mercado secundario, a no ser que se haya establecido lo contrario. Esta posibilidad transmisión de cuotas posee bastante atractivo para los miembros del sindicato del mercado primario, pues les brinda la oportunidad de transferir riesgos, obtener liquidez y un retorno rápido de su inversión, y cumplir con exigencias regulatorias (Gadanecz, 2004; Mugasha, 2007; Martín Baumeister, 2017; Óskarsdóttir, 2018).

#### **4. ACTUACIONES SUSCEPTIBLES DE SER ANTICOMPETITIVAS EN EL MARCO DE LOS PRÉSTAMOS SINDICADOS**

A lo largo de las distintas fases en que hemos dividido el proceso de la concesión de financiación sindicada podemos encontrar varios aspectos que podrían plantear problemas con el ámbito normativo explicado más arriba. Si bien prácticamente todas las fuentes consultadas coinciden en que la normativa relevante es aquella relativa a la prohibición de acuerdos colusorios (horizontales), una corriente minoritaria defiende también la posibilidad de aplicar las normas relativas a la prohibición de abuso de posición dominante a ciertas conductas, de acreditarse la existencia de dicha posición dominante. En relación con la prohibición de acuerdos colusorios, he podido identificar las conductas que siguen, que serán expuestas según el orden cronológico en el que suelen aparecer. En cuanto a la prohibición de abuso de posición dominante, dedico el penúltimo subapartado para hablar sobre ella. Por último, se incluyen una serie de recomendaciones prácticas.

##### **4.1. Contactos entre las partes destinatarias de la RFP**

Durante la fase de originación, una vez recibida la RFP (o cuando se tenga noticia de ella, si se sigue procedimiento abierto), cada parte destinataria suele llevar a cabo un proceso de autorización por sus órganos internos para decidir si presenta una oferta, y en caso afirmativo decidir qué tipo de oferta presenta.<sup>48</sup> Como ponen de manifiesto Bretz (2015) y Martín Baumeister (2017), a lo largo de este proceso, dichos órganos pueden presionar internamente a la entidad para que establezca contacto con otras potenciales partes financieras para averiguar quién más ha recibido la RFP y está considerando hacer una oferta; o incluso, yendo un paso más allá, para intercambiar información sensible<sup>49</sup> o para

---

<sup>48</sup> Idóneamente estas decisiones se toman en base a criterios de rentabilidad y riesgo. No obstante, muchas veces también influyen otros factores como la reputación o las relaciones con el cliente financiado.

<sup>49</sup> Como indica la Comisión en el punto 2 de su comunicación de Directrices sobre la aplicabilidad del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a los acuerdos de cooperación horizontal, el intercambio de información puede constituir una práctica concertada cuando los datos intercambiados tratan sobre las estrategias de las empresas porque “*reduce la independencia de la conducta de los competidores en el mercado y disminuye sus incentivos para competir*” (apartado 61).

manipular la licitación acordando que no se pujan agresivamente o que no se presenten ofertas<sup>50</sup>, normalmente a cambio de algún beneficio como devolver el favor de la misma manera o la concesión de tramos atractivos de financiación en el sindicato.

En cuanto a la información sensible cuya transferencia es susceptible de ser anticompetitiva en esta fase, podemos hacer las siguientes menciones específicas (Bretz, 2015; Martín Baumeister, 2017): En una *best-efforts deal* toda información que tratase sobre emitir ofertas que prevean la existencia de cláusulas *marketflex* en la carta de mandato. En una *underwritten deal*, toda información que tratase sobre emitir ofertas que prevean la existencia de importes de retención final, pues este afecta a los precios y suele ser un aspecto estratégico competitivo entre las partes destinatarias al presentar ofertas. Tampoco se podría transferir información alguna relacionada con los precios (márgenes, intereses, comisiones, etc.) de sus ofertas, las garantías exigidas, la imposición de *covenants*<sup>51</sup>, ni con la estrategia de sindicación. En este sentido, Bretz (2015) y Christenfeld y Goodstein (2013) dicen que no hay problema en transmitir información histórica.

En la práctica, el tipo de contacto más común en esta fase se da bajo la forma de sondeo de mercado para evaluar el apetito inversor de cara a la futura sindicación.<sup>52</sup> Estos sondeos conllevan un peligro en tanto que, como se acaba de explicar, pueden condicionar las ofertas de las partes que están compitiendo por ser nombradas MLA del préstamo sindicado. Bretz (2015) y Martín Baumeister (2017) defienden que todo sondeo de este tipo, así como cualquier otra forma de contacto en esta fase, ha de estar previsto en el acuerdo de confidencialidad que acompaña a la RFP, o si no, ha de ser expresamente autorizado por la parte financiada. De no preverse o autorizarse el contacto, las ofertas han de prepararse independiente e individualmente por cada postor conforme a sus procesos internos.

---

<sup>50</sup> Este resultado también se puede alcanzar indirectamente a través del reparto de mercados geográficos, clientes o productos/servicios. El cual constituye expresamente una práctica prohibida por los arts. 101 TFUE y 1 LDC.

<sup>51</sup> Los *covenants* consisten en cláusulas que contienen obligaciones de la parte financiada relativas al cumplimiento de ratios financieros establecidos con el objetivo de prevenir el riesgo de impago de la deuda. El cumplimiento puntual de estas obligaciones puede ser dispensado (en el caso de una financiación sindicada por la entidad agente) a través de un documento que recibe el nombre de *waiver*.

<sup>52</sup> Otra forma a la que hacen referencia las especificaciones sobre la licitación del estudio propuesto por la Comisión son las reuniones de arranque de proyectos. Además, también se menciona el efecto que puede tener la existencia de relaciones comerciales previas entre los potenciales MLA y la parte financiada.

## **4.2. Contactos entre las potenciales partes del sindicato una vez nombrado el MLA**

Una vez suscrita la carta de mandato, los riesgos anticompetitivos se reducen considerablemente. El contacto entre las potenciales partes financieras y el MLA pasa a ser algo normal y necesario para la negociación de la financiación en esta fase. Sin embargo, se ha de seguir actuando con cautela con relación al intercambio de información sobre la estrategia de sindicación, pues en este momento del proceso aún no se ha cerrado el mercado primario, por lo que esta información puede condicionar la suscripción de la financiación.<sup>53</sup> En este sentido, los contactos que tengan por objeto aspectos relacionados con la estrategia de sindicación<sup>54</sup> han de estar previstos en la carta de mandato (o autorizados expresamente por la parte financiada) y se han de limitar exclusivamente a cuestiones sobre la reducción de riesgo a través de la sindicación en el mercado primario (Bretz, 2015; Martín Baumeister, 2017). Por ello, es importante que se definan claramente el contenido y los límites de la carta del mandato, pues el MLA no está protegido de las normas *antitrust* en caso de extralimitarse de sus funciones (además de la posible responsabilidad contractual).

Por otro lado, también se ha de tener en mente la posibilidad de que las potenciales partes financieras lleven a cabo conductas colusorias para fijar previamente entre sí los términos antes de negociar con el MLA. A este respecto, y en relación con el subapartado anterior, se podrían considerar como anticompetitivas aquellas conductas que versen sobre aspectos estratégicos de la financiación y busquen aprovecharse de la parte financiada (por ejemplo, solo aceptar precios excesivos, garantías exageradas o la imposición de *covenants* injustificados) y/o restringir la competencia (por ejemplo, reparto de mercados).

## **4.3. Consideración de la figura del sindicato como un cártel**

---

<sup>53</sup> Como ya hemos dicho, la infrasuscripción de la financiación puede afectar negativamente a la parte financiada si implica la activación de la cláusula *marketflex* en una *best-efforts deal*. Lo mismo ocurre con la sobrasuscripción en caso de no existir una cláusula *reverseflex* y tener que llevar a cabo un *scaling back*.

<sup>54</sup> Estos contactos pueden seguir teniendo lugar bajo la forma de sondeos de mercado, los cuales suelen llevarse a cabo cuando resulta necesario cerciorarse sobre el nivel de demanda para la posterior sindicación.

Partiendo de la ya mencionada concepción tradicional que ubica al sindicato de prestamistas bajo la figura de la UTE, cabe preguntarse acerca de la aplicabilidad de los principios sentados por la doctrina y jurisprudencia en materia de Derecho de la Competencia sobre UTE a esta figura. En líneas generales, dichos principios establecen que la creación de una UTE para participar en una licitación es conforme al Derecho de la Competencia si las empresas concertadas no contaban con las capacidades técnicas y económicas para llevar a cabo por sí solas el objeto del proyecto (lo cual conviene ser verificado en un momento previo a tomar la decisión de participar en el acuerdo).<sup>55</sup> A juicio de Gutiérrez Hernández (2018), parece razonable aplicar dichos principios. Llevado a la práctica, esto conllevaría que las partes financieras, una vez conocidos los datos pertinentes sobre la operación y el posible cliente, habrían de realizar un examen de los riesgos del proyecto y emitir un dictamen sobre su capacidad para financiar individualmente el proyecto conforme a su política interna de riesgos crediticios.<sup>56</sup> En caso de tener dicha capacidad, la cooperación no debería de ser admitida conforme al Derecho de la Competencia.

Por tanto, podemos ver que se pone el foco en el requisito del carácter indispensable de la restricción a la competencia, permitiéndose la cooperación en los casos en los que, por las características del proyecto (principalmente cuantía de la financiación y riesgo), las entidades del mercado no pudieran proveer de liquidez a la parte financiada de manera individual. El término “indispensable” pone en evidencia que, a pesar de que la financiación sindicada sea una práctica generalmente beneficiosa para las partes financieras y financiada, ello no puede dar rienda suelta a la admisión de conductas de cooperación horizontal que no resulten necesarias, dentro o fuera del sindicato.

Pero también se ha de examinar el cumplimiento de los otros requisitos restantes para ver si la cooperación en el sindicato puede quedar exenta de la aplicación de la prohibición de conductas colusorias. Concretamente, la conducta debe generar eficiencias y que al menos parte de estas se transmitan a la parte financiada (lo cual, como ya se ha comentado más arriba, suele ocurrir), y no puede ofrecer a las empresas partícipes la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios

---

<sup>55</sup> SAN (Sala de lo Contencioso, Sección 6ª) de 15 de octubre de 2012 (recurso 204/2010), RJ 5; y las que cita.

<sup>56</sup> Martín Baumeister (2017) pone como ejemplo de baremo los límites de financiaciones autorizados bajo el régimen contenido en el Reglamento (UE) n ° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012.

contemplados (lo cual, en tanto que se trate de una cooperación necesaria, parece que se salva).

#### **4.4. Suscripción obligatoria de derivados de tipos de interés con las partes financieras<sup>57</sup>**

Como ya se explicó antes, es normal que el contrato de financiación sindicada prevea la contratación obligatoria de estos instrumentos de cobertura con los prestamistas. Estos derivados suelen tener forma de *swap* o de *collar*, y funcionan de la siguiente manera:

- *Swap*: Si el tipo de interés cae por debajo de un nivel predeterminado (*fixed rate*), el prestatario paga al prestamista la diferencia entre la *fixed rate* y el tipo de interés. Si el tipo de interés supera la *fixed rate*, la diferencia es pagada por el prestatario al prestamista.
- *Collar*: Se fijan dos niveles para el tipo de interés: uno que actúa como techo (*cap*) y uno que actúa como suelo (*floor*). Si el tipo de interés cae por debajo del *floor*, el prestatario ha de liquidar al prestamista la diferencia entre *floor* y el tipo de interés. Si el tipo de interés sube por encima del *cap*, el prestamista ha de liquidar al prestatario la diferencia entre *cap* y tipo de interés.

La primera cuestión de Derecho de la Competencia que cabe plantear es si la suscripción de estos derivados constituye un contrato anudado al de financiación, y por tanto una práctica susceptible de ser considerada colusoria.

Por un lado, Martín Baumeister (2017), partiendo de que financiación y cobertura no se conciben como un mismo producto<sup>58</sup>, sí que considera que existe un contrato anudado en este caso, ya que vinculando estos dos contratos se pueden producir efectos anticompetitivos en perjuicio del cliente o de exclusión de competidores, según en qué momento del ciclo económico se esté.

En cambio, Johnson (2001) y Christenfeld y Goodstein (2013) dan los siguientes argumentos en contra de la existencia de contratos anudados: Primero, se trata de un

---

<sup>57</sup> Las conductas relacionadas con esta práctica pueden tener lugar antes de la formación del sindicato, pero no entran en juego hasta la fase de ejecución.

<sup>58</sup> En caso contrario no cabría hablar de contratos anudados.

producto compuesto que no deja de ser un solo producto, una financiación con interés a tipo fijo. Además, en la práctica las partes financieras suelen ser las únicas dispuestas a ofrecer ese producto a la parte financiada, por lo que no hay más mercado para este tipo de instrumento, o si lo hay es demasiado caro. Por último, esta oferta conjunta es algo normal y corriente en la concesión de financiación sindicada, pudiendo ser considerada uso mercantil.<sup>59</sup>

La CNMC en su resolución *Derivados Financieros* da la razón a esta última postura, no aplicando al caso la prohibición de celebración de contratos anudados. En primer lugar, considera razonable la exigencia de la contratación de instrumentos de cobertura en grandes proyectos, formando un producto financiero conjunto préstamo y cobertura. Adicionalmente, parece aceptar el argumento brindado por los bancos de que en la práctica lo más común y eficiente es unir derivado y préstamo, pues ambos comparten garantías, y por tanto es normal que se obligue a que sean los mismos bancos que conceden la financiación aquellos con los que se contrate la cobertura.

La segunda cuestión gira en torno al contacto entre las partes financieras que conceden el derivado de cara a la fijación de precios, que es el motivo por el que castiga la CNMC en *Derivados Financieros*. La resolución de la CNMC justifica la eliminación de la competencia de terceros en la provisión del derivado por el hecho de ofrecer la cobertura en las mejores condiciones ajustadas a la situación de mercado, por lo que las partes financieras no pueden fijar un precio que no sea el de mercado. En ese caso concreto, la CNMC basándose principalmente en audios aportados como prueba, estableció que las condiciones que se aplicaron a los derivados no se podían considerar de mercado, pues el *floor* en los *collars* y la *fixed rate* en los *swaps* eran demasiado altos. Estas grabaciones ponían de manifiesto que los bancos se habían puesto de acuerdo antes de que el cliente suscribiese el derivado para fijar estas condiciones, y por tanto estaban dando una imagen fraudulenta de que las condiciones eran las de mercado (pues era lo que establecía el contrato). Esto llevó a que la CNMC calificara la conducta como una restricción por objeto de los arts. 101 TFUE y 1 LDC, sin que fuese necesario entrar a examinar sus efectos.

---

<sup>59</sup> Christenfeld y Goodstein (2013) también sostienen que el mercado de financiación y de cobertura de tipos de interés es el mismo, por lo que no se puede hablar de restricción de la competencia en el mercado de los derivados de tipo de interés.

La CNMC se ha visto en *Derivados Financieros* con el difícil papel de definir qué son condiciones de mercado. Por un lado, admite que la coordinación de los prestamistas es en cierta medida necesaria, pues la metodología empleada para calcular los precios de un derivado es compleja y varía en cada banco. Por otro lado, parece dar dos respuestas: la primera es los prestamistas hagan ofertas individuales de lo que estimen cada uno que es el valor del mercado, sin discutir previamente dicho valor entre ellos, y a raíz de estas ofertas se negocian con el prestatario las condiciones; la segunda es que los bancos establezcan conjuntamente dichas condiciones siguiendo un proceso transparente para el prestatario. De todas maneras, conviene recordar que la resolución de la CNMC ha sido recurrida, así que se tendrá que estar pendiente a la resolución de la Audiencia Nacional al respecto.

Por último, en relación con los contratos anudados al contrato de financiación, se ha de tener presente que también pueden tratar sobre otros aspectos distintos a los derivados de tipos de interés (si bien estos son los más comunes), como la venta cruzada de algún otro servicio o producto de la entidad financiera o el nombramiento de administradores o consejeros en los órganos de administración del cliente o de alguna de las sociedades de su grupo. En estos supuestos sí que parece que podríamos apreciar conductas colusorias.

#### **4.5. Refinanciación**

La refinanciación del préstamo en caso de insolvencia puede ser abordada desde dos puntos de vista del Derecho de la Competencia. En primer lugar, algunos estudios defienden que las partes financieras han de evitar cualquier intercambio de información sobre la refinanciación hasta que se produzca la insolvencia del deudor (Oliver, 2015; Óskarsdóttir, 2018). Hasta entonces, solamente se permitiría, en el contexto de una insolvencia inminente, acordar cómo proceder una vez tenga lugar la situación de insolvencia. Todo contacto entre las partes que vulnerase estas normas sería susceptible de considerarse colusorio.<sup>60</sup> Una vez se de la insolvencia de la parte financiada, sí que se

---

<sup>60</sup> Por su parte, Martín Baumeister (2017) considera que, en una situación preconcursal, en el marco de negociación de un convenio o acuerdo de refinanciación, sí que se debería permitir una mayor comunicación.

permite a los miembros del sindicato discutir entre ellos sobre si volver a financiar al deudor y bajo qué nuevos términos y condiciones.

El otro punto de vista trata sobre la prohibición del abuso de posición dominante.<sup>61</sup> Oliver (2015) y Óskarsdóttir (2018) notan que pueden darse algunos casos en los que solo una (o algunas pocas) de las partes financieras puedan ofrecer refinanciación al deudor, teniendo un nivel de poder que podría ser considerado como posición dominante (colectiva) en el mercado relevante de refinanciaciones. En caso de acreditarse dicha posición, las partes que conceden la refinanciación habrían de cuidarse de no cometer ninguna conducta que pudiera calificarse como abusiva, tales como: someter la concesión de refinanciación a algún contrato anudado, incluir términos y condiciones excesivamente onerosos para la parte financiada, y otras actuaciones similares injustificadas.

#### **4.6. Abuso de posición dominante**

Mientras que la mayoría de los estudios que relacionan la financiación sindicada con el Derecho de la Competencia usan la prohibición de los arts. 101 TFUE y 1 LDC como referencia, solo unos pocos plantean la posibilidad de aplicar adicionalmente la prohibición de abuso de posición dominante. En este sentido, cabe destacar en primer lugar a Martín Baumeister (2017), y en relación con los acuerdos de refinanciación<sup>62</sup> a Oliver (2015) y a Óskarsdóttir (2018).

En este apartado se estudian dos posibles posiciones de dominio, la de los MLA y la de las entidades agente.

##### **4.6.1. *Papel del MLA en la formación del sindicato***<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Este punto debería estar dentro del siguiente subapartado (dedicado específicamente a la prohibición de los arts. 102 TFUE y 2 LDC); sin embargo, he considerado adecuado incluirlo aquí para dar una visión unitaria a este subapartado.

<sup>62</sup> Véase el subapartado anterior.

<sup>63</sup> Las conductas descritas en este punto también podrían caer bajo la prohibición de acuerdos colusorios, en tanto que existe una pluralidad de partes, cuando dichas conductas fuesen fruto de su acuerdo.

Como entidad encargada de formar el sindicato, el MLA puede influir fácilmente en la configuración de su estructura y en la asignación de tramos de financiación<sup>64</sup> a cada miembro (Martín Baumeister, 2017; Cai *et al.*, 2018). Por un lado, el MLA tiene mucho margen de actuación para distribuir tareas internas dentro del sindicato (o decidir si prefiere mantenerlas centralizadas en su persona<sup>65</sup>), las cuales suelen conllevar aparejada una retribución adicional. Por otro lado, también puede elegir con bastante libertad quién forma parte del sindicato, como se distribuye en tramos la financiación, a quién le corresponde cada tramo, y las restricciones de transmisión en el mercado secundario<sup>66</sup>.

Por todo ello, el MLA juega un rol clave en la suscripción de la financiación, dependiendo el éxito de esta en gran medida de su labor. De acreditarse la existencia de una posición de dominio, podría ser abusiva la actuación negligente del MLA en esta fase; pues sería susceptible de tener el efecto de aumento del coste de la financiación, beneficiando al sindicato en detrimento del cliente. Además, también podría plantear problemas el que los MLA se reserven tramos de financiación desproporcionadamente atractivos para ellos mismos, o para entidades de confianza con las que tengan interconexión y relaciones de reciprocidad, con el objetivo de limitar la competencia excluyendo a competidores, y a la postre en perjuicio del cliente.

Si bien individualmente es difícil que exista una entidad con posición de dominio en este mercado, Martín Baumeister (2017) plantea la posibilidad de una posición de dominio colectiva. A modo de resumen de los requisitos jurisprudenciales para apreciar la existencia de una posición de dominio colectiva, cabe citar la resolución *Llamadas Móviles* de la CNMC, que en su página 54 cita los siguientes: “[A] *La existencia de una estrategia o comportamiento común identificable que si se sigue por todos sea ventajoso para las empresas dominantes.* [B] *Cada uno de los operadores dominantes deben poder conocer el comportamiento del resto para vigilar si se está siguiendo la estrategia común.*”

---

<sup>64</sup> Cada uno de estos tramos de financiación, expresados en cantidad, va vinculado a la percepción de un interés determinado que recibirá la parte financiera y a una posición en el orden de cobro.

<sup>65</sup> Cai *et al.* (2018) aprecian que, para llevar a cabo una sindicación con éxito, es mejor distribuir estas tareas entre varias entidades, pues las partes financieras que desempeñan cargos de importancia suelen estar dispuestas a involucrarse más y a aportar mayores cantidades. Además, también notan que las entidades MLA suelen distribuir las mejores tareas entre los miembros según tres criterios: la existencia de relaciones previas de confianza, buscando fortalecer dicho vínculo con ese gesto; la experiencia en operaciones como en la que se está concediendo la financiación, atendiendo al sector y/o la región; y la petición del cliente de favorecer a sus entidades financieras de confianza.

<sup>66</sup> Como establecer importes máximos y/o mínimos de transmisión, y/o comisiones exageradas a pagar a la entidad agente por la transmisión, que pueden conllevar fácilmente la pérdida de atractivo del producto financiero y por ende la infrasuscripción de la financiación.

[C] *La situación debe ser sostenible en el tiempo, es decir deben existir incentivos para no alejarse de la estrategia común.* [D] *La posible reacción de potenciales competidores y de los consumidores no puede poner en peligro los resultados de la estrategia común*".<sup>67</sup>

En este sentido, en el mercado EMEA los diez primeros bancos de inversión tenían una cuota de mercado del 45% de las ganancias percibidas por ser MLA en financiaciones sindicadas durante la primera mitad de 2018 (y del 76,2% los veinticinco primeros).<sup>68</sup> Por otro lado, también podría incluirse en el cómputo de la posición de dominio las relaciones de reciprocidad e interconexión entre los MLA y sus miembros del sindicato. Por tanto, en el caso de haber varios MLA involucrados en la misma sindicación (y teniendo también en cuenta a los miembros del sindicato muy relacionados con estos), o de solo haber un MLA, pero teniendo a miembros del sindicato muy relacionados con este, podríamos hablar de posición de dominio.

Además, se ha de tener en cuenta que dicha posición de dominio se ha de examinar en relación con el mercado relevante.<sup>69</sup> Para ello no solo tenemos que tener en cuenta el mercado geográfico, sino que también tendríamos que determinar caso por caso de qué producto se trata (por ejemplo: cuantía, tipo de compromiso y forma de la financiación), el uso de la financiación por el cliente (adquisiciones, usos cotidianos, recompra de acciones o participaciones sociales, etc.), y la industria o sector en el que este opera. Esta determinación del mercado relevante delimita el ámbito en el que medir la cuota de mercado y examinar la estructura y competencia existentes, además del estudio de la aplicación de la regla *de minimis* en caso de aplicar la normativa estatal.

Además, de dar por válida la existencia de dicha posición dominante, también podrían ser abusivas las siguientes conductas llevadas a cabo por los MLA: Incluir en la financiación términos y condiciones excesivamente onerosos, como la exigencia de paquetes de

---

<sup>67</sup> Resolución de la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC de 6 de marzo de 2014, *Llamadas Móviles*, Expediente S/0391/11.

<sup>68</sup> Véase *GLOBAL SYNDICATED LOANS REVIEW MANAGING UNDERWRITERS First Half 2018 Thomson Reuters*: <https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2018/loan-2q-2018-en.pdf> (último acceso 30/03/2019).

<sup>69</sup> Este concepto también es relevante de cara a la aplicación de la prohibición de acuerdos colusorios. Si bien, para apreciar la prohibición de los artículos 101.1 TFUE y 1.1 LDC en el caso concreto de la financiación sindicada, no resulta tan relevante, ya que la conducta colusoria se da o bien dentro del sindicato o bien en su entorno cercano (como en las etapas previas a la formación del sindicato). En tanto que el sindicato está formado con el objetivo de proveer de financiación a un cliente, está claro que se está en el mismo mercado relevante, pues los miembros del sindicato están prestando servicios de financiación a un determinado cliente de ese mercado. En cambio, sí que tendría mayor trascendencia para ver si se aplica el requisito de la eliminación sustancial de la competencia para la aplicación de la exención, o para ver si la conducta posee escasa importancia y se puede aplicar la regla *de minimis*.

garantías, *covenants* y precios y otras condiciones comerciales excesivos. La supeditación de la financiación a la suscripción de otros contratos anudados, con la excepción de los derivados de tipo de interés<sup>70</sup>. Con respecto a estos últimos, se podrían atacar aquellos instrumentos cuya forma de cálculo de sus condiciones fuera poco transparente y apenas ofrecieran a la parte financiada posibilidades de controlar su cálculo. Además, si consideramos derivado y financiación como productos distintos pertenecientes a mercados diferentes, se tendría que medir la posición dominante respecto de su propio mercado. A este respecto, un estudio lanzado por la ESMA en 2018 mostró que el mercado de derivados de tipos de interés era el segundo mercado de derivados más concentrado usando el HHI<sup>71</sup> como medida (sacando una puntuación de 0,21 correspondiente a mercados moderadamente concentrados).<sup>72</sup>

Por último, conviene recordar que la discreción del MLA en la formación del sindicato, en tanto que este es un comisionista, va a seguir estando limitada por la obligación de actuar diligentemente conforme a las instrucciones establecidas en la carta de mandato y en las comunicaciones posteriores que reciba del cliente.

#### **4.6.2. La entidad agente y el riesgo moral**

La entidad que es nombrada agente del sindicato puede tener un incentivo perverso conocido como “riesgo moral”. Este fenómeno consiste en la dilución de los incentivos de supervisar a la parte financiada en la medida en que, a través de la sindicación, la entidad agente reduce su participación en la financiación. Teóricamente el riesgo moral puede suponer un gran peligro para el sindicato, pues abre la posibilidad de un comportamiento oportunista por la entidad agente en detrimento del resto de miembros del sindicato. De existir una posición de dominio en el mercado relevante, esta conducta podría constituir un abuso anticompetitivo, pues la entidad agente se estaría valiendo de su cargo para perjudicar al resto de competidores pertenecientes al sindicato en el

---

<sup>70</sup> Véase subapartado 4.4.

<sup>71</sup> Este índice se utiliza para medir el grado de concentración de un mercado y se calcula con la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las empresas del mercado en cuestión. Según el Departamento de Justicia estadounidense y la Comisión Federal de Comercio, el HHI de los mercados no concentrados está por debajo de los 1.500 puntos, el de los mercados moderadamente concentrados está entre los 1.500 y los 2.500 puntos, y en los mercados altamente concentrados está por encima de los 2.500 puntos. Véase *Horizontal Merger Guidelines*, 19 de agosto de 2010: <https://bit.ly/2f5kMLK> (último acceso 07/04/2019).

<sup>72</sup> Véase *ESMA Annual Statistical Report EU Derivatives Markets 2018*, 18 de octubre de 2018: <https://bit.ly/2COtIDW> (último acceso 07/04/2019).

mercado primario, o que hubieran adquirido parte del préstamo en el mercado secundario (Martín Baumeister, 2017).

No obstante, como señalan Cai (2010) y Martín Baumeister (2017), no existe mucha evidencia práctica que corrobore la existencia de este problema. Además, el riesgo moral se ha probado que se ve compensado con otros incentivos a favor de la supervisión como: el que, al recaer habitualmente el cargo de entidad agente sobre el MLA, este suele retener una gran parte de la financiación; cuestiones de reputación; y por la existencia de relaciones de reciprocidad entre la entidad agente y los otros miembros del sindicato<sup>73</sup>, que hacen que se beneficie cada una de la actividad de supervisión de la otra.

La posición contraria por parte de la entidad agente, es decir, ser excesivamente estricto a la hora de conceder *waivers*, también podría consistir un abuso castigado por las normas del Derecho de la Competencia de existir una posición de dominio.

#### **4.7. Qué se recomienda hacer para mitigar los riesgos de cometer conductas anticompetitivas a lo largo del proceso de financiación sindicada**

Además de lo ya comentado más arriba, desde un punto de vista práctico, se recomienda que las partes financieras lleven a cabo distintas actuaciones:

En primer lugar, tanto la nota de la LMA de 2014 mencionada más arriba como los despachos de abogados Ashurst (2017) y Winston & Strawn (2017) recomiendan la adopción de medidas de *compliance* apropiadas. Concretamente, el tener programas de *compliance* con el Derecho de la Competencia apropiados, eficientes y actualizados, y asegurarse de que estos son entendidos completamente por todos sus empleados que se puedan ver involucrados en financiaciones sindicadas.

Además, la nota de la LMA y Winston & Strawn (2017) insisten en que conviene que las partes financieras dejen constancia del consentimiento previo de la parte financiada autorizando cualquier contacto entre las partes financieras en el marco de la concesión de

---

<sup>73</sup> Entendiendo como tales el que la entidad agente en el préstamo sindicado X también participe en otro préstamo sindicado Y (sin ser entidad agente) en el que algún miembro del sindicato X es a su vez la entidad agente.

financiación sindicada (en caso de no venir en un documento) tenga lugar antes o después de nombrar al MLA.

Adicionalmente, en caso de cualquier contacto indebido, la parte financiera que lo reciba ha de dejar constancia documental del rechazo y se lo ha de notificar sin demora a la parte financiada (Bretz, 2015). Especialmente relevante es el caso de la MLA pues, por razón de su cargo, es la entidad que está más expuesta al intercambio de información (Martín Baumeister, 2017).

Así mismo, se recomienda dejar constancia documental, o en cualquier tipo de prueba admitida por Derecho, de los propios contactos mantenidos durante el proceso. (Óskarsdóttir, 2018)

También, la LSTA explica en su nota de prensa mencionada en el primer apartado que la regla de oro a este respecto es que la razón de ser del sindicato consiste en facilitar la financiación al cliente, y en todos los aspectos restantes ha de mantenerse competitivo. En esta línea, conviene que las partes financieras tengan en mente esta razón de ser procompetitiva a lo largo del proceso (Óskarsdóttir, 2018).

Por último, para el caso de que ya se hubiera cometido una infracción del Derecho de la Competencia, conviene recordar la política de clemencia, contenida actualmente en el ordenamiento jurídico español en los arts. 65 y 66 LDC y definida en su Disposición Adicional 4ª, y en el ámbito europeo en la Comunicación de la Comisión relativa a la dispensa del pago de las multas y la reducción de su importe en casos de cártel. En virtud de esta política, las partes participantes en un cártel que cooperen con las autoridades de competencia en la investigación pueden recibir bien la exención del pago de la multa (para lo que, entre otras cosas, ha de ser la primera en denunciar el cártel), bien una reducción de esta.

## **5. CONCLUSIONES**

Como se ha explicado a lo largo del trabajo, la financiación sindicada es, con carácter general, una práctica que de por sí es beneficiosa, aportando ventajas a todas las partes

involucradas. No obstante, dicho carácter provechoso no puede abrir la puerta a la permisión de conductas anticompetitivas. En tanto que la configuración de la financiación sindicada conlleva un grado de cooperación entre las partes, esto no puede servir para llevar a cabo acuerdos de cooperación que no sean necesarios o que no cuenten con el consentimiento de la parte financiada, los cuales probablemente puedan calificarse como conductas colusorias.

Por otra parte, algunas de estas conductas también son susceptibles de ser examinadas desde el punto de vista de la prohibición de abuso de posición de dominio, en caso de acreditarse la existencia de una posición dominante (que también puede ser colectiva). En este sentido, cabe prestar especial atención a las posiciones de los MLA (y de los miembros del sindicato con los que tengan relaciones de interconexión y reciprocidad), de la entidad agente y de las entidades dispuestas a ofrecer refinanciación en el caso de que el deudor tenga problemas de solvencia. Estas potenciales posiciones de dominio se han de valorar dentro del mercado relevante correspondiente, que se ha de determinar caso por caso.

En cuanto a la distribución de estos riesgos de cometer conductas anticompetitivas a lo largo del proceso de financiación sindicada, podemos observar que van decreciendo conforme el proceso avanza. En la fase de originación es donde hay mayores probabilidades de cometer infracciones del Derecho de la Competencia, en tanto que no hay ningún sindicato formado (o en proceso de formación) ni la parte financiada ha designado un MLA, por lo que en principio las partes han de competir de manera independiente y no existe necesidad alguna de cooperación. Trascurrida esta fase, los riesgos se reducen, aunque siguen sin disminuir completamente, pues se pasan a permitir los contactos necesarios, sin poder salirse de los límites establecidos por la parte financiada. Además, los MLA con posición de dominio no pueden valerse de esta para llevar a cabo conductas abusivas. Durante la fase de ejecución los riesgos siguen siendo escasos, pero también pueden aparecer en relación con la refinanciación o con la actuación de la entidad agente.

Como ya se decía en la introducción, lo expuesto en el presente TFG ha de ser examinado a la luz del contenido del estudio mandado por la Comisión Europea. Una lectura de su *executive summary* muestra que los aspectos críticos con los que se ha de tener mayor cuidado son los siguientes: el intercambio de información en la fase de originación, los contratos anudados no relacionados directamente con la financiación, y la relación del

MLA con el deudor (incluyendo el supuesto que también actúe como su asesor) y el resto de las entidades involucradas.

De cara al futuro, cabe esperar pacientes al examen de dicho estudio por la Comisión u otras autoridades nacionales de competencia, que podría tener un fuerte impacto en la práctica bancaria, desembocando en la adopción de medidas o en la apertura de expedientes sancionadores. En la misma línea, pero en el ámbito nacional y en lo que respecta a los derivados de cobertura de riesgo de tipos de interés, también hemos de esperar a la respuesta de la Audiencia Nacional al recurso planteado ante la resolución *Derivados Financieros* de la CNMC.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

### LIBROS Y ARTÍCULOS:

Adrian, T. y Shin, H. S. (2009). The shadow banking system: implications for financial regulation. *FRB of New York Staff Report*, (382).

Bartels, B., Ernoult, J., Hafner, S., Metin, I. y Schoppmann, H. (2010). *European Banking and Financial Services Law*. Ed. 4ª. Ghent: Larcier.

Bretz, O. (2015). Competition law and syndicated loans: identifying the regulatory risks. *Competition Law Journal*, p. 231-236.

Cai, J. (2010). Competition or Collaboration? The Reciprocity Effect in Loan Syndication. *Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper*, (09-09R).

Cai, J., Eidam, F., Saunders, A. y Steffen, S. (2018). Loan Syndication Structures and Price Collusion. *Disponible en SSRN 3250817*.

Christenfeld, A. y Goodstein, B. (2013). Analysing Antitrust Issues in Lending. *New York Law Journal*, 249(108).

Dawkins, R., Drury, D., Bretz, O., Leppard, M. y Bardell, H. (2019). EU loan syndication on competition and its impact in credit markets. *European Commission*.

Gadanez, B. (2004). The syndicated loan market: structure, development and implications. *BIS Quarterly Review, December*.

Goodhart, C., y Schoenmaker, D. (2016). The global investment banks are now all becoming American: does that matter for Europeans? *Journal of Financial Regulation*, 2(2), 163-181.

Gutiérrez Hernández, A. (2018). Préstamos sindicados, derivados financieros y Derecho de la competencia: la Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, (48), 140-143.

Hatfield, J. W., Kominers, S. D., Lowery, R. y Barry J. M. (2018). Collusion in Markets with Syndication. *Harvard Business School Working Paper*, (18-009).

Johnson, C. A. (2001). Banking, antitrust and derivatives: untying the antitrust restrictions. *Buffalo Law Review*, 49(1).

Martín Baumeister, B. (2014). Taxonomía del contrato de financiación sindicada. *Revista jurídica de Castilla y León*, (32), 196-236.

Martín Baumeister, B. (2017). 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. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 36(148), 123-160.

Mugasha, A. (2007). *The Law on Multi-bank Financing: Syndicated Loans and the Secondary Loan Market*. Ed. 1ª. Nueva York: Oxford University Press.

Óskarsdóttir, T. O. (2018). *Syndicated Lending and Antitrust* (Master Thesis). Lund University, Suecia.

Otero García-Castrillón, C. (2001). El alcance extraterritorial del derecho de la competencia y su utilización como medida comercial. *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, (212), 34-56.

Solernou Sanz, M. E. (2014). ¿Novedades en torno a la regla de minimis? *Defensa de la Competencia Cuaderno de Actualidad*, 2(22), 1-3.

Vidal Martínez, P. y Arranz Fernández-Bravo, T. (2017). Aspectos sustantivos de la transposición al ordenamiento español de la Directiva de daños por infracciones del Derecho de la Competencia. *La Ley mercantil*, (38), 4-32.

## TEXTOS LEGALES:

### Europeos:

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

Reglamento (CE) n° 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado

Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012

Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea (DOUE-L-2014-83627)

Nacionales:

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal

Ley 1/2002, de 21 de febrero, de Coordinación de las Competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de Defensa de la Competencia

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio

Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia

Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores

Extranjeros:

Competition Act 1998, 1998 CHAPTER 41, 9th November 1998 (Reino Unido)

Enterprise Act 2002, 2002 CHAPTER 40, 7th November 2002 (Reino Unido)

Enterprise and Regulatory Reform Act 2013, 2013 CHAPTER 24, 25th April 2013 (Reino Unido)

JURISPRUDENCIA:

STJCE de 14 de febrero de 1978, asunto 27/76, *United Brands y United Brands* *Continentaal c. Comisión*, Rec. 1978, p. 207

STJCE de 13 de febrero de 1979, asunto 85/76, *Hoffmann-La Roche & Co. c. Comisión*, Rec. 1979, p. 461

STJCE de 9 de julio de 1969, asunto 5/69, *Franz Völk c. SPRL Éts. J. Vervaecke*, Rec. 1969, p. 295

STJCE de 14 de julio de 1981, asunto 172/80, *Gerhard Züchner c. Bayerische Vereinsbank*, Rec. 1981, p. 2021

SAN (Sala de lo Contencioso, Sección 6ª) de 15 de octubre de 2012 (recurso 204/2010)

#### RESOLUCIONES ADMINISTRATIVAS:

RTDC de 27 de julio de 2000, *Propiedad Intelectual Audiovisual*, Exp. 465/99

Resolución de la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC de 6 de marzo de 2014, *Llamadas Móviles*, Expediente S/0391/11

Resolución de la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC de 13 de febrero de 2018, *Derivados Financieros*, Expediente S/DC/0579/16

Office of Fair Trading Decision No. CA98/01/2011 Case CE/8950/08 *Loans to large professional services firms*, 20 January 2011

#### SOFT LAW:

Declaración Común del Consejo y de la Comisión sobre el funcionamiento de la Red de Autoridades de Competencia (documento nº 15435/02 ADD 1)

Comunicación de la Comisión sobre la cooperación en la Red de Autoridades de Competencia (2004/C 101/03)

Comunicación de la Comisión relativa a la dispensa del pago de las multas y la reducción de su importe en casos de cártel (2006/C 298/11)

Comunicación de la Comisión - Investigación de conformidad con el artículo 17 del Reglamento (CE) n° 1/2003 en el sector de la banca minorista (Informe Final) {SEC(2007) 106}

Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a los acuerdos de cooperación horizontal (2011/C 11/01)

Comunicación relativa a los acuerdos de menor importancia que no restringen la competencia de forma sensible en el sentido del artículo 101, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (2014/C 291/01)

#### WHITE PAPERS:

Ashurst (2017). *Syndicated lending under the European Commission spotlight* [White Paper]. Recuperado de Ashurst: <https://bit.ly/2OQ0CqT>

LMA (2013). *Guide to Syndicated Loans & Leveraged Finance Transactions* [White Paper]. Recuperado de Loan Market Association: <https://bit.ly/2uPXQsO>

Slaughter and May (2016). *An overview of the UK competition rules* [White Paper]. Recuperado de Slaughter and May: <https://bit.ly/2WTPPPb>

Winston & Strawn (2017). *EU Officials to Prioritise Review of Potential Competition Issues Relating to Loan Syndications* [White Paper]. Recuperado de Winston & Strawn: <https://bit.ly/2G1ISq3>