



FACULTAD DE DERECHO

**“La fijación del precio de derivados extrabursátiles de  
cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación  
como conducta colusoria desde el punto de vista de  
defensa de la competencia”**

Autor: Mónica Ojeda Soler

4º E1

Derecho Mercantil

Director: Dr. Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril 2018

**Resumen:** En el presente trabajo se estudian los problemas asociados a los derivados extrabursátiles de tipos de interés a raíz de la Resolución del 13 de febrero de 2018 de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia por la que se sanciona al Santander, BBVA, Caixabank y Sabadell. Para ello, realizamos una investigación de las posibles razones que han podido dar lugar a la intervención de la CNMC en los posibles aspectos anticompetitivos del mercado de las financiaciones sindicadas. Para una mejor comprensión se inicia con un análisis del mercado, empezando por la figura de *project finance* y la necesidad de acudir a una financiación sindicada. Seguidamente, se analizan los derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura para dicha financiación. Posteriormente, se examina el procedimiento que da lugar a la fijación de los tipos de interés. Llegados a este punto, se analizan las conductas de las entidades sancionadas y su posible encuadramiento como conducta anticompetitiva. Por último, se proponen posibles soluciones para mejorar la transparencia de dichos derivados.

**Palabras clave:** *project finance*, financiación sindicada, derivados sobre tipos de interés, competencia, coordinación, fijación de precios

**Abstract:** *This paper studies the problems associated with over-the-counter derivatives of interest rates following the Resolution of February 13, 2018 of Spain's Competition Authority (CNMC) by which four banks (Santander, BBVA, Caixabank and Sabadell) were sanctioned. The possible reasons that may have led to the intervention of the CNMC regarding the anti-competitive aspects of the syndicated loans market are exposed. In order to provide an easier understanding, an analysis of the market has been done separately, starting with the figure of financing projects and the need of syndicated loans. Then, an analysis of the derivatives of interest rates used as hedging instruments for such financing is made. Subsequently, the procedure that leads to the fixing of interest rates is examined. At this point, the behaviors of sanctioned entities and their possible classification as anti-competitive behavior are analyzed. Finally, possible solutions are proposed to improve the transparency of those derivatives.*

**Key words:** *project finance, syndicated loans, derivatives of interest rates, antitrust, coordination, price fixing*

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

<b>AEB</b>	Asociación Española de la Banca Privada
<b>CC</b>	Código Civil
<b>CECA</b>	Confederación Española de Cajas de Ahorros
<b>CNMC</b>	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>CMOF</b>	Contrato Marco de Operaciones Financieras
<b>DC</b>	Dirección de Competencia
<b>EEE</b>	Espacio Económico Europeo
<b>FCA</b>	Financial Conduct Authority
<b>IRS</b>	Interest Rate Swap
<b>ISDA</b>	International Swaps and Derivatives Association
<b>LBO</b>	Leveraged Buyout
<b>LDC</b>	Ley de Competencia
<b>OTC</b>	Over the Counter
<b>SOC</b>	Sistema Organizado de Contratación
<b>TFUE</b>	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1. CONTEXTO.....</b>	<b>7</b>
<b>1.2. OBJETO.....</b>	<b>8</b>
<b>2. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE FINANCIACIÓN DE PROYECTOS.....</b>	<b>11</b>
<b>3. DERIVADOS FINANCIEROS DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS</b>	<b>13</b>
<b>3.1. MERCADOS ORGANIZADOS. ....</b>	<b>14</b>
<b>3.2. MERCADOS NO ORGANIZADOS .....</b>	<b>15</b>
<b>4. CONTRATO DE COBERTURA: LOS CONTRATOS MARCO.....</b>	<b>16</b>
<b>5. FUNCIÓN DEL INSTRUMENTO DE COBERTURA.....</b>	<b>18</b>
<b>6. LOS TIPOS DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA.....</b>	<b>19</b>
<b>6.1. OPCIÓN DE TIPO DE INTERÉS COLLAR (INTEREST RATE COLLAR).....</b>	<b>20</b>
<b>6.2. PERMUTA FINANCIERA DE TIPO DE INTERÉS (INTEREST RATE SWAP O IRS) .....</b>	<b>21</b>
<b>7. VALORACIÓN DE LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS.....</b>	<b>23</b>
<b>7.1. COSTE O VALORACIÓN DE EL COLLAR .....</b>	<b>23</b>
<b>7.2. COSTE O VALORACIÓN DE LOS SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS.....</b>	<b>24</b>
<b>8. “IMPORTE DE LIQUIDACIÓN” EN CASO DE AMORTIZACIÓN ANTICIPADA.....</b>	<b>25</b>
<b>9. ANTECEDENTES DE LA RESOLUCIÓN DE LA CNMC .....</b>	<b>26</b>
<b>10. POSIBLE PROCEDIMIENTO DE MANIPULACIÓN.....</b>	<b>27</b>
<b>11. CALIFICACIÓN DE LAS CONDUCTAS IMPUTADAS .....</b>	<b>29</b>
<b>11.1. VINCULACIÓN DEL CRÉDITO Y EL DERIVADO .....</b>	<b>29</b>
<b>11.2. CONDICIONES ECONÓMICAS DEL DERIVADO. ....</b>	<b>31</b>
<b>11.2.1. Restricción por objeto.....</b>	<b>33</b>
<b>11.2.2. Carácter único y continuado de la infracción.....</b>	<b>37</b>
<b>11.2.3. Apartado 3 del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE. ....</b>	<b>37</b>
<b>12. PROBLEMÁTICA SUSCITADA POR LOS CONTRATOS DE SWAPS O PERMUTA FINANCIERA DE TIPOS DE INTERÉS .....</b>	<b>38</b>

<b>13. POSIBLES ALTERNATIVAS PARA LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA .....</b>	<b>40</b>
<b>13.1. MERCADO CIMD.....</b>	<b>40</b>
<b>13.2. CONTRATO DE AGENCIA. ....</b>	<b>42</b>
<b>14. CONCLUSIÓN .....</b>	<b>43</b>
<b>15. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>46</b>
<b>16. ANEXO LEGISLACIÓN .....</b>	<b>51</b>
<b>17. ANEXO JURISPRUDENCIA .....</b>	<b>53</b>

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Contexto

El dinero desde sus inicios se ha vinculado a la idea de riqueza y ha sido utilizado bien como medio de cambio o como una medida de valor o incluso como un medio de pago en el cumplimiento de obligaciones. A pesar de sus funcionalidades, cada persona le atribuye su propia cualidad. Existen personas que entienden que el dinero no es más que una necesidad cotidiana para el día a día. Ahora bien, para otra gran parte equivale a placer, pero no por su posesión, sino satisfacción, entendida como una victoria conseguida a base de esfuerzo, precisión e inteligencia.<sup>1</sup>

En cuanto a su presencia en el cumplimiento de obligaciones, se entiende que una obligación puede consistir en dar, hacer o no hacer alguna cosa, sin otros límites que los derivados de las leyes, la moral y el orden público.<sup>2</sup> Es un hecho, que el dinero constituye el núcleo alrededor del cual se construye toda relación obligatoria de índole patrimonial. Tal afirmación encuentra su fundamento en la existencia de una economía que se sostiene mediante una separación de la producción donde el dinero es el instrumento que se utiliza para lograr los cambios. Pero el núcleo central lo ocupa la intermediación financiera, actuación necesaria para el futuro de la economía.<sup>3</sup>

La innovación como tal, siempre ha estado presente, sin embargo, en los últimos años la velocidad de los cambios se ha incrementado, tanto en el ámbito tecnológico como en el financiero. La innovación financiera tiene como objetivo lograr la máxima eficiencia y seguridad en los mercados. Por tanto, es permanente la búsqueda de instrumentos que nos permitan alcanzar dicho fin. Es importante añadir que como todo proceso de innovación existen una serie de factores que es necesario tener en cuenta a la hora de crear. Cuestiones

---

<sup>1</sup> Kostolany, A, *El fabuloso mundo del dinero y de la Bolsa*, Planeta, 1982. P.13.

<sup>2</sup> Artículo 1255 CC “*Los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público*”

<sup>3</sup> Sanz Caballero, J. I., *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2000. P.23

tales como la internacionalización y globalización que dominan nuestros mercados, y en consecuencia el alto grado de seguridad que ha garantizarse.

Este trabajo se centra en conocer uno de los instrumentos fruto de dicha innovación financiera. Sin embargo, hay productos que, a pesar de crearse con el objetivo de dar certeza, y seguridad pueden acabar generando y dando lugar a un riesgo mayor en comparación con el que se trataba de reducir.

## 1.2. Objeto

El 8 de abril de 2019, la Comisión Europea publicó un informe elaborado por *Europe Economics* que ofrece un análisis del funcionamiento de los préstamos sindicados y su impacto en los mercados de crédito centrado en seis estados miembros de la UE (Francia, Alemania, Países Bajos, Polonia, España y el Reino Unido).<sup>4</sup>

La Comisión Europa indicó en su *Management Plan 2017*<sup>5</sup> la apertura de dicho estudio con la intención evaluar el funcionamiento y eficacia de los créditos sindicados, dado que constituyen una principal fuente de financiación y su compatibilidad con la normativa europea de defensa de la competencia y la aplicabilidad del artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC)<sup>6</sup> y 101 del Tratado sobre el Funcionamiento de la

---

<sup>4</sup> European Commission, prepared by Europe Economics, “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, Final Report, 2018. Disponible en <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf> (último acceso 9/04/2019)

<sup>5</sup>European Commission “Management Plan 2017”, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/management-plan-comp-2017\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/management-plan-comp-2017_en_0.pdf) (último acceso 19/02/2019), véase p. 11 y nota al pie 31: “*This area exhibits close cooperation between market participants in opaque or in-transparent settings, such as over-the-counter (OTC) activities, which are particularly vulnerable to anti-competitive conduct. Work will focus on obtaining relevant information on market structure, dynamics between market participants and potential competition issues*”

<sup>6</sup> El artículo 1 de la LDC prohíbe “*todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o en parte del mercado nacional y, en particular, los*”

Unión Europea (TFUE)<sup>7</sup>. Dicho interés tiene su origen en la idea de un posible exceso de cooperación e intercambio de información entre los bancos durante la fase inicial del proceso, momento en el que deciden unirse para ofrecer financiación de manera sindicada.<sup>8</sup> También, se hace referencia a aquellos supuestos en los que, una vez que se forma el préstamo sindicado, las discusiones entre bancos e inversionistas pueden, en ocasiones, exceder el alcance del acuerdo e infringir las reglas de competencia. En cuanto a las áreas objeto de investigación se distingue, por un lado, las financiaciones de proyectos y por otro, de adquisición apalancada (LBO).

A su vez, la *Financial Conduct Authority* (FCA)<sup>9</sup> del Reino Unido publicó una nota de prensa en febrero de 2017 en la que deja constancia la puesta en marcha de una investigación a varias entidades financieras por conductas anticompetitivas relacionadas con el intercambio de información durante la creación de un préstamo sindicado.<sup>10</sup>

---

que consistan en a) La fijación, de forma directa o indirecta, de precios o de otras condiciones comerciales o de servicio”.

<sup>7</sup> El artículo 101 del TFUE establece que “Serán incompatibles con el mercado interior y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado interior y, en particular, los que consistan en: a) fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción”.

<sup>8</sup> Martín Baumeister, B., “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 bursátil*, año nº 36, Nº 148, 2017.

<sup>9</sup>Slaugther and May, “Syndicated lending: in the European Commission’s sights?” 2017, disponible en <https://www.slaughterandmay.com/media/2536310/syndicated-lending-in-the-european-commissions-sights.pdf> (último acceso 31/03/2019)

<sup>10</sup>Financial Conduct Authority, “*Regulation Round-up*”, febrero de 2017, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/documents/rro-february-2017.pdf> (último acceso 19/02/2019)

La FCA del Reino Unido ya había investigado la posible naturaleza anticompetitiva de contratos de financiación sindicada en su informe de octubre de 2016. Véase Financial Conduct Authority, “*Investment and corporate banking market study: MS15/1*”, informe final de octubre de 2016, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/market-studies/investment-corporate-banking> (último acceso 19/02/2019).

El 13 de febrero de 2018, la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) en el expediente S/DC/0579/16 dictó una resolución en la sancionaba a cuatro entidades bancarias por infracción muy grave del artículo 1 LDC así como del artículo 101 TFUE por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés, en el contexto de préstamos sindicados para financiación de proyectos (*project finance*) entre los años 2006 y 2016.

La importancia de este acontecimiento no es exagerada, dado que supone la primera intervención de la CNMC en los aspectos potencialmente anticompetitivos del mercado de financiaciones sindicadas.<sup>11</sup>

No obstante, la manipulación de los precios en productos derivados ha sido protagonista en diferentes operaciones entre entidades financieras y clientes particulares, así como con clientes profesionales, institucionales y entidades financieras profesionales.<sup>12</sup> Sirva como ejemplo, la sanción impuesta en diciembre de 2016 por la Comisión de Competencia Suiza contra 7 bancos por manipular el LIBOR y el EURIBOR en varias operaciones de tipos de interés. Las entidades funcionaban como un cártel y de esta manera ejercían influencia en la formación del índice.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en el ejercicio de sus funciones ha dictado una serie de sanciones en relación con la incorrecta imputación de márgenes a los clientes. En 2015 sancionó a Bankinter y al Santander por vulneración del deber de transparencia, diligencia y fijación de márgenes y comisiones a sus clientes. En diciembre de 2016, sancionó a Popular Banca Privada por imputación de comisiones a sus clientes de manera irregular.

<sup>12</sup> Pérez Guerra, M. “Operaciones de derivados y estructurados. Comisiones implícitas y sobrepuestos ocultos”. *Revista de derecho Mercantil* 305, Julio- septiembre 2017. P. 287

## 2. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

Las conductas que son objeto de análisis en el presente expediente tienen lugar en la contratación de derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo que acompañan a los préstamos sindicados destinados a *project finance*.

Un contrato de financiación de proyectos o *project finance*<sup>14</sup>, es un mecanismo de financiación utilizado para desarrollar proyectos de gran dimensión. En todo *project finance*, la generación de ingresos o flujos de caja es la única fuente de fondos para sostener el proyecto y, por ende, la forma a través de la cual el banco financiador puede recuperar la financiación que ha aportado.<sup>15</sup>

Las grandes necesidades de financiación que generalmente acompañan a este tipo de proyectos obligan, en la práctica, a acudir a la figura conocida como financiación sindicada. El contrato de financiación sindicada constituye un negocio jurídico de préstamo y/o crédito<sup>16</sup>, en el que varias instituciones financieras (prestamistas) ponen a

---

<sup>14</sup> Así, entendemos “Project Finance como una modalidad de financiación de la construcción y operación de un proyecto, ajustada a las fases, características y duración específicas del mismo y cuyo recurso para su amortización se ve limitado a los flujos de caja y los activos de dicho proyecto, asumiendo indirectamente el banco financiador una parte de los riesgos inherentes a dichos proyecto. Las actividades que engloba la financiación de proyecto están relacionadas con la energía, (por ejemplo, plantas hidroeléctricas), con la gestión y transporte de dicha energía (por ejemplo, gasoductos), infraestructuras (por ejemplo, red de gasificación), proyectos de telecomunicaciones entre otros”. Carnero Prieto, D., “«Project finance»”, en Saavedra Ortiz, JJ. / Serrano Acitores, A., (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011. P. 82.

<sup>15</sup> Como consecuencia de la puesta en marcha de diferentes planes de infraestructuras, el desarrollo de las energías renovables en España se ha visto impulsado considerablemente y, por lo tanto, la modalidad de financiación sindicada ha sido y está siendo muy utilizada. Barreiro González, J., “Breve Introducción al Préstamo Sindicado”, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Aranzadi, 2017. P. 55

<sup>16</sup> La financiación sindicada puede realizarse a través de un crédito, a través de un préstamo o mediante ambos. En consecuencia, a lo largo de este trabajo con la expresión “financiación sindicada” abarcaremos todas las modalidades.

disposición de una empresa o grupo de empresas (prestatario), fondos prestables en términos y condiciones comunes.<sup>17</sup> La ventaja primordial que ofrece esta figura es que permite unir en un único marco contractual a varios acreedores con un único deudor.<sup>18</sup> No obstante, es importante aclarar que rige el criterio de mancomunidad en relación con la posición de las entidades financiadoras así como sus derechos y obligaciones. Por tanto, la obligación de aportación de fondos de cada una de las entidades a la financiación no podrá ser en ningún caso superior a la parte alícuota que le corresponda en función de su participación en ella.<sup>19</sup>

El principal desembolso al que va a tener que hacer frente el prestatario de un crédito sindicado son los intereses que se generan a raíz de aquél. Por lo tanto, dichos intereses ocupan gran parte de las preocupaciones que se generan a la hora de poner en marcha este tipo de financiaciones. Los contratos de financiación sindicada en nuestro país prevén, prácticamente en su totalidad, una financiación de tipo variable.<sup>20</sup> La estipulación de un tipo de interés variable engloba un tipo de interés de referencia- por regla general, EURIBOR a seis meses o LIBOR a tres meses- más un diferencial o *spread* como margen retributivo del prestamista. El diferencial o *spread* constituye el factor de remuneración

---

<sup>17</sup> La nota característica del Préstamo Sindicado es que da lugar a un único contrato que estipula las obligaciones y derechos del Prestatario y de los prestamistas, así como las relaciones entre ambas partes. Al tratarse de un único contrato de préstamos, las condiciones financieras (tales como el plazo, tipo de interés, garantías u obligaciones), así como la mecánica y operativa son iguales para todos los prestamistas. Para ello es indispensable la figura del Banco Agente que gestiona las disposiciones del préstamo al recibir los fondos a los diferentes prestamistas y ponerlos a disposición del Prestatario, y del mismo modo también gestiona los pagos en concepto de amortización de principal o pago de intereses y comisiones que el Prestatario realiza directamente al Banco Agente y que éste distribuye a su vez a los prestamistas. Todos los cobros y pagos se hacen a prorrata para cada prestamista, en función de su participación en el Préstamo Sindicado. Además, cabe destacar que cada prestamista puede participar con importes diferentes. Barreiro González, J., *op.cit.* P.47 y 48.

<sup>18</sup> Estevan de Quesada, C. “«Shadow Banking» y Financiación sindicada”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año nº 36, Nº 145, 2017. P. 206.

<sup>19</sup> Muns Ynzenga, A., “Préstamos y créditos sindicados”, en Serrano Acitores, A. (Coord.), *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión den los Mercados Financieros*, Bosch, 2011. P.34

<sup>20</sup> Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en Manzanares Secades, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017. P. 494.

más importante para el prestamista y, por lo tanto, el principal elemento de negociación para el prestatario.<sup>21</sup>

El carácter variable que, en gran parte de las ocasiones, reviste la financiación es el factor que puede provocar un aumento del coste de financiación para la parte financiada y, en consecuencia, colocar a esta en una situación complicada para atender al servicio de la deuda. Estas posibles oscilaciones al alza se conocen con el nombre de “riesgo<sup>22</sup> de tipo de interés”.<sup>23</sup> Es por ello por lo que, de cara a un incremento significativo del coste de financiación y en previsión de un posible incumplimiento, es habitual que las partes financieras exijan a la parte financiada la contratación de un instrumento financiero de cobertura del riesgo. Así, estos instrumentos se erigen como una opción muy atractiva que tienen por objeto reducir, en la medida de lo posible, las variaciones que pudieran afectar a la devolución del préstamo y en consecuencia a viabilidad del proyecto.

### 3. DERIVADOS FINANCIEROS DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS

El instrumento utilizado para la cobertura del riesgo de tipo de interés suele ser un derivado financiero, esto es, un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo financiero, denominado activo subyacente.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) en el expediente S/DC/0579/16 Derivados Financieros, de 13 de febrero de 2018; Véase [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672\\_17.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf) (último acceso 29/03/2019). P. 16.

<sup>22</sup> “El riesgo de mercado hace referencia a la probabilidad de llegar a padecer una pérdida con ocasión de las variaciones experimentadas en el precio del instrumento subyacente. Dentro del riesgo de mercado, cabe distinguir un riesgo de precio en sentido estricto que podrá consistir en un riesgo de tipo de interés”. Sanz Caballero, J., “Derivados Financieros”, *op.cit.* P. 130.

<sup>23</sup> Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, *op.cit.* P. 494.

<sup>24</sup> Los derivados se pueden ordenar en función del activo subyacente (derivados de tipo de interés, de acciones, de divisas, etc.), atendiendo al contrato (opciones, futuros, forward, swaps, etc.), por el objetivo que persiguen (especulación o cobertura), y por el lugar de negociación y contratación (mercados organizados o no organizados, también conocidos como *over the counter* u OTC).

Una vez que nos encontramos inmersos en un contrato de derivados financieros es posible afirmar, que el cliente realmente está asumiendo una determinada actitud ante una realidad referida a la existencia de fluctuaciones del precio subyacente a lo largo del tiempo.<sup>25</sup> Por lo tanto, las obligaciones que se desprenden de un contrato de derivados constituyen auténticas deudas de valor, para las cuales no se toma un importe concreto en unidades monetarias, sino que se centran en el valor que un activo subyacente determinado tendrá en una fecha futura.<sup>26</sup>

Si acudimos a una clasificación clásica de los productos derivados podemos distinguir entre instrumentos derivados financieros negociados en mercados organizados (*exchange traded derivatives*) por un lado, y de otro, productos derivados financieros negociados en mercados no organizados u OTC (en terminología inglesa, *over the counter*).<sup>27</sup>

### **3.1. Mercados Organizados.**

Los mercados organizados gozan de dicha condición porque han sido autorizados por parte del Estado y, por tanto, se encuentran sometidos a determinadas normas.<sup>28</sup> Los

---

<sup>25</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros*, *op.cit.* P.188

<sup>26</sup> *El objeto de la obligación es el valor con independencia de dinero necesario para satisfacerlo.* Así se ha pronunciado el Tribunal Supremo el 27 de febrero de 1945 al señalar que “*la esencia del contrato de seguro de daños, calificación que corresponde al de incendios, radica en que por su virtud se obtiene la cobertura de un valor sustraído por cualquier causa a un patrimonio privado, mediante otro valor que ha de ser equivalente: que, por esta razón, si en términos generales, las deudas de dinero están sometidas al principio nominalista (...), las llamadas deudas de valor no están sujetas, por contraste, a esa contingencia y atribuyen al acreedor el derecho a obtener con integridad, con independencia de la suma de dinero que se precisa para satisfacerlo*” Sanz Caballero, J., “*Derivados Financieros*”, *op.cit.* P. 188

<sup>27</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros*, *op.cit.* P. 106.

<sup>28</sup> La Directiva 98/33/ce del parlamento europeo y del consejo de 22 de junio de 1998 por la que se modifican el artículo 12 de la Directiva 77/780/CEE del Consejo referente al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, los artículos 2, 5, 6, 7 y 8 y los anexos II y III de la Directiva 89/647/CEE del Consejo sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito y el artículo 2 y el anexo II de la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (BOE 21 de julio de 1998), establece en su artículo 2 que el artículo 2.1. de la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere a la *quedará modificado como sigue: a) se añadirá al apartado*

derivados que funcionan en este tipo de mercados son, por tanto, contratos estandarizados- con un mismo precio y vencimiento para todos los participantes-, elementos necesarios para la liquidez y transparencia del mercado.<sup>29</sup> En este tipo de mercados, es posible reducir el riesgo mediante el sistema de garantías que es exigido para la contratación y que se encuentra elaborado como un sistema de márgenes. Además, dicho mecanismo, debido a la continua evolución que sufre el mercado, se encuentra sometido a una actualización diaria.<sup>30</sup>

### 3.2. Mercados no organizados

En cuanto a los mercados OTC, desde una perspectiva amplia, se ha escrito que<sup>31</sup>: las operaciones OTC son aquellas que tienen lugar fuera de mercados organizados, por intermediarios financieros, típicamente bancos de inversión que contratan directamente entre ellos o con sus contrapartes mediante sistemas informáticos de correo electrónico, facsímiles o simplemente por teléfono.

Habitualmente, los derivados de tipo de interés utilizados en las financiaciones sindicadas, como ocurre en el asunto del presente expediente, son objeto de negociación en los mercados OTC. Así, para su lograr su elaboración, los derivados son objeto de una

---

*1 el guión siguiente: «— “mercados organizados”: los mercados regulados por las autoridades competentes que: i) operen de forma regular, ii) se rijan por unas normas, establecidas o aprobadas por las autoridades pertinentes del país de origen del mercado, que determinen las condiciones de funcionamiento y de acceso al mercado y las condiciones que debe cumplir un contrato antes de que pueda negociarse efectivamente en el mercado, iii) cuenten con un mecanismo de compensación que exija que los contratos enumerados en el anexo III estén sujetos a límites legales diarios de cobertura que, en opinión de las autoridades competentes, supongan una garantía adecuada.»*

<sup>29</sup> Martín Baumeister, B., “La fijación del precio de derivados extrabursátiles de cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación como conducta colusoria de acuerdo con el art. 1 LDC y 101 TFUE”, *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Año nº 94, Nº 769, 2018.

<sup>30</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros*, *op.cit.* P. 111

<sup>31</sup> López Tello, J., “Fiscalidad de los derivados cotizados en mercados OTC”, Díaz Ruiz, E. y Larraga, P (directores), *Productos financieros derivados y mercados organizados, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 al 19 de julio de 1996*, Civitas, 1997. P.91

negociación desarrollada bilateralmente en contratos configurados a medida y desprovistos de cualquier tipo supervisión externa.<sup>32</sup> Constituyen por tanto lo que se conoce como contratos atípicos<sup>33</sup> dado que son una construcción realizada por las partes debido a la ausencia de regulación en cuanto al contenido contractual.<sup>34</sup> Por ello, resulta evidente que los riesgos son más visibles en la negociación de los derivados en operaciones OTC. Además, el riesgo puede variar, y dependerá de las vicisitudes que pueda atravesar la contrapartida, lo que desemboca, en ocasiones, en la necesidad de solicitar una prestación de garantías.

La incertidumbre e inseguridad que parece crearse alrededor de este tipo de instrumentos salta a la vista. Sin embargo, se trata de reducir los riesgos, así como facilitar la elaboración de los instrumentos, a través los contratos marcos disponibles para la negociación de este tipo de productos. Los contratos de cobertura son habitualmente bilaterales y, aunque la cobertura la ofrezcan varias entidades cada una debe suscribir un contrato marco diferente para cada cliente.

#### 4. CONTRATO DE COBERTURA: LOS CONTRATOS MARCO.

La documentación necesaria a la hora de elaborar los derivados financieros se recoge en contratos, denominados contratos marco (*Master Agreement*, en terminología inglesa) elaborados por asociaciones profesionales y en virtud de los cuales se dispone el régimen normativo aplicable.<sup>35</sup> Los modelos contractuales elaborados por la *International Swaps*

---

<sup>32</sup> Sánchez Andrés, A, “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados”, Díaz Ruiz, E. y Larraga, P (directores), *Productos financieros derivados y mercados organizados, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 al 19 de julio de 1996*, Civitas, Madrid,1997. P. 28 y 29

<sup>33</sup> “La razón de ser de los contratos atípicos se encuentra en los cambios y variabilidad de las necesidades económicas en que los sujetos desarrollan sus actividades, sujetos por ello a una evolución más rápida que los preceptos contenidos en las leyes. Por ello, no hay que pensar que los contratos atípicos supongan un proceso evolutivo irregular o al margen de la ortodoxia legislativa, sino que son el resultado del normal desenvolvimiento de la vida jurídica económica” Sanz Caballero, J., “Derivados Financieros”, op.cit. P.233

<sup>34</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros, op. cit.* P. 218

<sup>35</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros, op.cit.* P. 165.

*and Derivatives Association (ISDA)*, se erigen como una referencia de todos los modelos contractuales utilizados en el mercado. En lo que a España respecta, además, destacan los Contratos Marco de Operaciones Financieras (CMOF) redactados por la Asociación Española de la Banca Privada (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) en 1997.<sup>36</sup> Una nota común, entre tantas, de ambos modelos es que persiguen reunir en una misma obligación<sup>37</sup> todas las operaciones que puedan celebrarse para que ante un eventual vencimiento anticipado sólo un único saldo neto resultante de la liquidación sea exigible.<sup>38</sup>

Así, se podría decir que estos contratos no son más que prototipos o plantillas del contenido contractual utilizados para regular determinadas relaciones jurídicas. De esta manera, se proporciona un punto de salida, una referencia a partir del cual cada una de las partes puede desarrollar su propio contrato. Se ha teorizado sobre el objetivo de este tipo de contratos, en algunos casos se reconocen o pueden reconocer como documentos con vocación de fijar el estándar contractual del correspondiente sector, y en algunas ocasiones se intenta ir mas allá y buscan convertirse en usos comerciales de dicho sector o de ser *soft law*.<sup>39</sup> Como nota común a los reconocimientos anteriores podemos afirmar que no han sido elaborados por ninguna de las partes contractuales, si bien es cierto que una de las partes puede elegir la más beneficiosa, sino por un tercero ajeno. Por tanto, el

---

<sup>36</sup> Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; Véase [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672\\_17.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf) (último acceso 29/03/2019). P.22

<sup>37</sup> Tal y como aparece recogido en el segundo párrafo de la Estipulación 1.1. del CMOF (versión 2013) que establece que «*El presente Contrato Marco y las Operaciones se integran en una relación negocial única entre las Partes, regida por el Contrato Marco, (conjuntamente todos ellos, el Contrato) y que tiene la naturaleza de un acuerdo de compensación contractual con independencia de que haya una o más Operaciones en vigor entre las Partes.*»

<sup>38</sup> Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en Manzanares Secades, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017. P. 503.

<sup>39</sup> Redondo, A., “Problemas de aplicación de los controles de inclusión de condiciones generales a determinadas formas de contratación entre profesionales (reglas y usos uniformes de la CCI, contratos ISDA, CMOF y similares”, *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez, Revista Homenaje al profesor D. Juan Luis Iglesias Prada Extraordinario 2011*.

responsable de estos contratos no perseguía defender los intereses de las partes, sino lograr alcanzar prototipo que sea útil para el ámbito concreto.

Nos encontramos, por tanto, ante una elaboración intelectual con cierta relevancia jurídica, es decir, ante auténticos contratos. Ahora bien, la utilización excesiva de este tipo de productos ha dado lugar a un conflicto que hasta ahora era desconocido, entre el banco y el cliente.

El banco para elaborar este tipo de instrumentos adaptados a cada una de las circunstancias lo que realmente realiza es una venta asesorada. Dicha venta consiste en que el banco diseña, recomienda y negocia el producto que entrega finalmente al cliente. De esta manera, el banco financiador en toda operación de cobertura desempeña dos tipos de funciones, por un lado, presta un servicio de asesoramiento financiero, y de otro actúa como intermediario para la venta de un producto creado, precisamente, por el propio banco, en una negociación por cuenta propia.<sup>40</sup>

## 5. FUNCIÓN DEL INSTRUMENTO DE COBERTURA

Los derivados han de estar sometidos a revisión continuamente dado que su fijación no se realiza a través de criterios orientativos. Es un hecho que los derivados principalmente reparten el riesgo entre los diferentes sujetos que pueden asumirlos y es la razón por lo que estos contratos desarrollan una función necesaria en el sistema financiero.<sup>41</sup>

Sin embargo, en cuanto a la función económica que en ocasiones se reconoce a los instrumentos financieros cabe hacer una serie de matizaciones. A día de hoy, es posible afirmar que gran parte de los derivados no desempeñan verdaderamente una función

---

<sup>40</sup> Zunzunegui, F. “Negociación de swaps por cuenta propia”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Working Paper 1/2012. Junio 2012. P.1-2

<sup>41</sup> Sanz Caballero, J.I., *Derivados financieros*, Marcial Pons, Madrid 2000.P. 104.

financiera y así, tampoco constituyen auténticos productos de derivados. Con esto quiere decir que existen variedades contractuales designadas con ese nombre difícilmente reconducibles a lo que los juristas acostumbran a encuadrar bajo similar rotulación.<sup>42</sup> El término derivado que acompaña a este tipo de instrumentos es discutible, sin embargo, no lo es en absoluto, tal que prácticamente ninguno de ellos realiza una auténtica función financiera, pues, a diferencia de los valores de renta fija (pública o privada), así como también de las acciones u otros valores de renta variable, los llamados derivados financieros no son instrumentos que permitan a quien los usa obtener financiación. La función que realizan estos instrumentos consiste, salvo excepciones parciales, en los llamados juegos de suma cero (una de las partes gana exactamente lo mismo que la otra pierde) y que sirven, por lo general, para gestionar el riesgo de mercado, acrecentando el de posiciones previas si tienen orientación especulativa o aminorándolo si su propósito fuera de cobertura.<sup>43</sup>

## 6. LOS TIPOS DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA

Nos interesa conocer, a la hora de analizar el expediente, dos figuras de instrumentos derivados, la denominada opción de tipo de interés *collar* (*interest rate collar*) y la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap* o IRS).

---

<sup>42</sup>Sánchez Andrés, A, “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados”, en Díaz Ruiz, E., y Larraga, P (directores), *Productos financieros Derivados y mercados organizados, Seminario organizado en la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo del 15 al 19 de julio de 1996*, Madrid, Civitas, 1997. P. 28

<sup>43</sup> Sánchez Andrés, A, “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivaos”, *op.cit.* P.31

### 6.1. Opción de tipo de interés *collar* (*interest rate collar*)

El collar engloba dos opciones de tipo de interés, denominadas *cap* y *floor*.<sup>44</sup> El *cap* es una opción de tipo de interés en cuya virtud una de las partes – en nuestro supuesto, la parte financiada - se obliga a pagar a otra - denominada Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable - una prima, a cambio de que ésta última se obligue a abonarle, en una o más fechas futuras el importe que resulta de aplicar el tipo de interés en que el tipo de referencia variable de la financiación subyacente exceda el tipo máximo acordado – también denominado tipo *cap*<sup>45</sup>, equivalente al tipo fijo aplicable en la fecha de contratación de la financiación más un determinado tipo diferencial–, sobre un determinado importe nocional acordado entre las partes, esto es, el importe del principal de la financiación o la parte de la misma cuya cobertura se pretende.<sup>46</sup>

Por consiguiente, el *cap* constituye una opción financiera que permite al cliente protegerse de posibles subidas en el tipo de interés del crédito. Cuando el tipo de interés del crédito es superior al tipo del *cap*, el cliente tiene que pagar más intereses del préstamo. Ahora bien, la opción *cap* que ha adquirido le proporciona un ingreso que compensa dicha subida del tipo de interés. De esta manera, en relación con el préstamo sindicado, el cliente pagaría, como máximo, el tipo de interés pactado como tipo *cap*.<sup>47</sup>

El *floor*, por su parte, es una opción de tipo de interés en virtud de la cual una parte contratante –en nuestro supuesto, la parte financiera–, se obliga a pagar una prima a otra parte contratante –la Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable que, en este caso, es la parte financiada–. A cambio, esta última se obliga pagar, ante una eventual bajada del tipo de interés de referencia por debajo del tipo de interés mínimo acordado (tipo

---

<sup>44</sup> *Caps y floors* son muy similares a los *puts and calls*. La diferencia fundamental entre ambos es que *caps* y *floors* se refieren al tipo de interés directamente, no al precio de un instrumento de renta fija. Fernández, P., *Opciones futuras e instrumentos derivados*. Deusto, Bilbao, 1996. P. 114

<sup>45</sup> Dicho valor se denomina tipo máximo o tipo *cap*, y es el precio de ejercicio de la opción (*strike price*).

<sup>46</sup> Resolución de la CNMC. *op.cit.* P. 19

<sup>47</sup> Resolución de la CNMC. *op.cit.* P. 19

*floor*) en unas fechas futuras previamente pactadas por ambas partes contratantes, la diferencia entre esos dos tipos de interés, multiplicada por el importe nominal que está siendo cubierto frente a la bajada de tipo de interés. Por tanto, el *floor* es una figura que protege a la parte financiera de posibles bajadas del tipo de interés. Sin embargo, la parte financiera obtiene menos ingresos en concepto de intereses bajo el crédito sindicado en el momento en que el tipo de referencia variable desciende por debajo del tipo *floor*. Ahora bien, logra compensar esta pérdida mediante el ingreso de un importe equivalente a la diferencia entre el tipo de interés mínimo y el tipo de referencia variable, de modo que percibe siempre, como mínimo, el tipo *floor* acordado.<sup>48</sup>

## **6.2. Permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap* o IRS)**

El segundo tipo de instrumento derivado es la permuta financiera<sup>49</sup> de tipo de interés o swap (*interest rate swap*) y se trata de aquel contrato<sup>50</sup> por el que las partes se garantizan recíprocamente un valor determinado sobre un instrumento financiero subyacente y para distintas fechas futuras, concretándose finalmente dichas deudas de valor en obligaciones de pago de sumas dinerarias.<sup>51</sup> La dinámica consiste en que la parte financiada se obliga

---

<sup>48</sup>Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, Manzanares Secades, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017. P. 496

<sup>49</sup> Contratos de permuta financiera o swap, expresión ésta de origen anglosajón que en nuestro país ha sido traducida por la de permuta financiera. No obstante, conviene dejar por sentado que la utilización del término anglosajón para la definición de la institución tiene un carácter meramente formal y no material, queriendo significarse con ello que su uso no supone identidad de significado con la figura contractual de la permuta. Sanz Caballero, J.I. *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2000. P. 461.

<sup>50</sup> Es posible afirmar su consideración de contrato derivado financiero dado que se encuentra integrado en dicha categoría contractual porque participa en la causa típica delimitadora de la categoría a la que pertenece, es decir, a la transmisión del riesgo. Esto se debe a través del swap se identifica, aísla y transmite el riesgo, en concreto, el riesgo de precio del instrumento subyacente del contrato. Sanz Caballero, J.I., “El contrato de permuta financiera o swap”, *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2000.P. 477

<sup>51</sup> Una definición de swap que ofrece la práctica en los mercados financieros sería la siguiente: “por virtud de un swap de intereses, dos partes acuerdan recíprocamente pagarse en determinado momento en el tiempo unas cantidades cuyo importe no se conoce en el momento del pacto, pero en relación con los cuales se han acordado los elementos necesarios para su determinación”. Gómez Jordana, I., *El contrato de cobertura de tipos de interés. Swaps, Caps, Floors y Collars, en Derecho del Mercado Financiero, t. II, Operaciones Bancarias de Activo y Pasivo, vol. I*, Madrid 1994. P. 827.

a pagar a la entidad de cobertura el importe equivalente a la multiplicación de un tipo de interés fijo sobre un determinado importe nocional a cambio de que la entidad de cobertura se obligue a pagar a la parte financiada un tipo de interés variable calculado sobre el mismo importe nocional en una determinada fecha de liquidación.<sup>52</sup>

De esta configuración se derivan tres posibles escenarios: (i) si en la fecha de liquidación el tipo de referencia variable se encuentra por debajo del tipo de interés fijo, la parte financiada debe abonar a la entidad de cobertura el tipo diferencial multiplicado por el importe nocional; (ii) si en la fecha de liquidación si el tipo de referencia variable es igual al tipo de interés fijo, el tipo de diferencial es igual a cero y la liquidación es nula, lo que implica que ninguna de las partes está obligada a realizar ningún pago; y (iii) si en la fecha de liquidación el tipo de referencia variable es superior al tipo de interés fijo, será la entidad de cobertura quien tenga que abonar el tipo diferencial multiplicado por el importe nocional a la parte financiada.<sup>53</sup>

En resumen, mediante la contratación del *swap*, la parte financiada elimina el riesgo asociado a una eventual subida del tipo de interés por encima del tipo fijo pactado, pero a su vez, renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una bajada de tipo de interés por debajo de ese tipo fijo.<sup>54</sup> Desde el punto de vista de la parte financiada, la contratación del *swap* convierte el tipo de interés variable en un tipo fijo. Así, la parte financiera se asegura que siempre recibirá el tipo de interés fijo pactado en el *swap*.

---

<sup>52</sup> El Anexo II del CMOF (versión 2013) define la permuta financiera de tipo de interés como “aquella Opción de Tipo de Interés por la cual, una de las Partes (Comprador) se obliga a pagar a la otra (Vendedor), una Prima y la contraparte se obliga frente a ella a que, en el supuesto de que en una fecha futura, previamente pactada por las Partes, los Tipos de Referencia excedieran el Tipo Cap, el Vendedor pagará al Comprador una Cantidad Cap que se calculará de acuerdo a lo establecido en este mismo Anexo, sobre un Importe Nominal acordado por las Partes”.

<sup>53</sup> Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en Manzanares Secades, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Aranzadi, 2017. P496

<sup>54</sup> Martín Baumeister, B., “La fijación del precio de derivados extrabursátiles de cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación como conducta colusoria de acuerdo con el art. 1 LDC y 101 TFUE.”

## 7. VALORACIÓN DE LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS

El cliente, una vez que ha optado por contratar un instrumento de cobertura, tiene que fijar el “precio”<sup>55</sup> del tipo de interés del derivado dado que constituye el coste final de la operación en su totalidad. La cuestión que se plantea a continuación es como y, que procedimientos debe seguir el cliente. En primer lugar, el cliente no tiene reconocida ninguna potestad para ejercer una influencia directa sobre el valor, dado que este quedará establecido a través de variables específicas.

Por tanto, para llevar a cabo una correcta valoración del derivado es necesario hallar el valor razonable (*fair value*) de las operaciones financieras. Para ello, es necesario acudir a un modelo matemático para la estimación del valor esperado de las opciones financieras. En segundo lugar, hay que calcular los tipos cupón cero, factores de descuento equivalente y tipos implícitos que actúan como subyacentes en las opciones financieras.

56

### 7.1. Coste o valoración de el collar

En una opción *cap*, se producen ingresos para el cliente, a diferencia de lo que ocurre con la opción *floor* que genera pagos para el cliente. El precio que tiene que desembolsar el cliente en el momento de contratación de el *collar* es el resultado que se obtiene calculando la diferencia entre la prima que pagaría por fijar un tipo *cap* y la prima que recibiría por fijar un tipo *floor*.

Una vez que el *cap* ha sido fijado, por el que el cliente tendría que pagar una prima al banco, a su vez, hay un único tipo *floor* que garantiza que la prima del *cap* y la prima del *floor* sean la misma. Este valor calificado como *floor* constituye lo que se conoce como

---

<sup>55</sup> El “precio” debe ser entendido en este contexto como referido al tipo fijo del swap o el tipo *floor* del collar que los bancos ofrecen o “cotizan” al cliente, y no en el sentido del coste que tiene que pagar el cliente por el instrumento de cobertura.

<sup>56</sup> Resolución de CNMC. op.cit. P.23

“precio de mercado”, valor necesario para alcanzar y asegurar que la prima neta – esto es, la que paga el cliente por el *cap*, menos la que recibe por el *floor*, que es igual a la prima que debe pagar el cliente por el collar- sea nula.

## **7.2. Coste o valoración de los swaps de tipos de interés.**

La prima permite obtener el precio final que el cliente deberá abonar a la entidad como consecuencia de la contratación del contrato de cobertura. Ahora bien, para hallar dicha prima es necesario conocer cual es el valor que el instrumento tiene en el momento en que se contrata.

En los mercados financieros no es posible cerciorarse de la variabilidad de los distintos instrumentos. Sin embargo, la estimación y predicción se combinan juegan un importante papel a través del cual consiguen establecer la evolución que el tipo de interés de referencia podría sufrir utilizando los tipos de interés a plazo o *forward*, que son los valores futuros del tipo de interés de referencia que son más probables según los datos registrados en los mercados financieros.

Seguidamente, cuando se fijan los tipos de interés de referencia en las fechas de liquidación surge la posibilidad de calcular las liquidaciones futuras asociadas al *swap* del tipo de interés. De esta manera, el cliente cobrará cuando el tipo de referencia esté por encima del tipo fijado en el *swap* y tendrá que pagar siempre que el tipo de referencia esté por debajo del tipo fijado en el *swap*. Estos pagos y cobros del cliente constituyen los flujos monetarios futuros que generan este instrumento de cobertura.<sup>57</sup>

---

<sup>57</sup> Resolución de CNMC. *op.cit.* P.25

## 8. “IMPORTE DE LIQUIDACIÓN” EN CASO DE AMORTIZACIÓN ANTICIPADA.

Tal y como se venía explicando, la razón que justifica que se acuda a un derivado vinculado es la cobertura del riesgo de tipo de interés, por lo que es evidente que la ausencia de dicho riesgo hace que el derivado pierda su utilidad. De esta manera, una amortización gradual del principal pendiente de reembolso se encuentra vinculada a una reducción del riesgo de tipo de interés para las partes financieras.<sup>58</sup> Así, el importe nominal que forma parte un IRS vinculado se reduce proporcionalmente a la disminución que el principal pendiente de reembolso pueda experimentar.<sup>59</sup>

A la hora de concertar un derivado son dos los aspectos que se van a tratar de cara a evitar futuras pérdidas. Por un lado, las partes deberán precisar si una reducción del importe nocional del derivado opera de manera automática o si bien actúa a instancia de las partes. Por otro lado, ambas partes deben fijar la forma a través de la cual se va a obtener el denominado “Importe de liquidación”<sup>60</sup> es decir, el importe de los daños y perjuicios económicos que supone para las partes la amortización anticipada del principal.<sup>61</sup>

Según el lugar donde encuentre la causa su justificación nos encontramos en diferentes escenarios. Si la amortización anticipada, es imputable a una de las partes, el importe de liquidación es el mismo a la pérdida o ganancia experimentada. Ahora bien, si se debe a una circunstancia ajena a la voluntad de las partes, cada parte tendrá su derecho a calcular su propia pérdida o ganancia y el importe se alcanzará mediante la suma de ambos importes y su posterior división en dos partes.

---

<sup>58</sup> Martín Baumeister, B, *La fijación del precio de derivados extrabursátiles de cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación como conducta colusoria de acuerdo con el art. 1 LDC y 101 TFUE*.

<sup>59</sup> Cuenca Miranda, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en Manzanares Secades, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Aranzadi, 2017. P. 498.

<sup>60</sup> Cabe mencionar que será el factor que de lugar a la investigación por parte de la CNMC y por ende, a la Resolución. Véase *infra* P.27.

## 9. ANTECEDENTES DE LA RESOLUCIÓN DE LA CNMC

La CNMC ha sancionado a cuatro entidades financieras por coordinarse para fijar precios supra-competitivos en la contratación de derivados financieros utilizados para la cobertura del riesgo de tipo de interés en créditos sindicados de financiación de proyectos.

<sup>62</sup>.

Los antecedentes se remontan a el 19 de junio de 2015 con el inicio de una investigación reservada dirigida por la Dirección de Competencia (DC) como consecuencia de la documentación puesta a disposición por una matriz de un grupo de empresas que operan en el ámbito de las energías renovables (Grupo VAPAT). Dicha actuación encuentra su fundamento en los contratos de derivados financieros de cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados otorgados por cuatro entidades bancarias.

El 23 de julio de 2015 tuvo entrada en CNMC un escrito de denuncia a BBVA, CAIXABANK, SANTANDER y SABADELL. por conductas prohibidas por la LDC, consistentes en el falseamiento, de forma concertada, de los precios de los contratos de derivados financieros que se usan como cobertura del riesgo del tipo de interés de los créditos sindicados para la financiación de proyectos de gran envergadura en el sector de energías renovables.<sup>63</sup>

No fue hasta 2012 cuando el Grupo VAPAT observó que la cantidad que cubrían los derivados eran superiores al importe pendiente del préstamo. Ante tal acontecimiento y dado que la cantidad que era cubierta por el derivado nunca podía ser superior al 100% respecto del nominal, se procedió por parte del cliente a ajustar los derivados y, por tanto, cancelar el exceso de cobertura con sus correspondientes costes. Como consecuencia de tal decisión, los bancos respondieron exigiendo elevadas cifras que habían sido

---

<sup>62</sup> CNMC, Nota Resumen S/DC/0579/16 Derivados Financieros. Disponible en <https://docplayer.es/72262974-Nota-resumen-s-dc-0579-16-derivados-financieros.html> (último acceso 9/04/2019)

<sup>63</sup> Resolución de la CNMC, *op.cit.* P.4

calculadas, de acuerdo con los bancos, a través de una metodología interna confidencial de la entidad distinta para cada banco.

El cliente optó por contratar a un experto independiente para que revisara los contratos suscritos, así como la veracidad y exactitud de los elevados costes de cancelación que estaban siendo exigidos. El experto, tras el correspondiente análisis, afirmó que los bancos acreedores habían falseado los precios de mercado de los *floors* contratados. En consecuencia, la adopción de estos contratos generó un beneficio inmediato para las entidades desde el primer momento y pérdidas para las empresas del Grupo VAPAT por la “incorrecta” valoración del producto.

En esta resolución se analiza el procedimiento de coordinación que las partes siguieron a la hora de fijar las condiciones económicas de los derivados para la cobertura del tipo de interés del préstamo sindicado. Además, se estudia la vinculación entre la concesión del crédito y el derivado con las mismas entidades bancarias que otorgaron el préstamo sindicado.

## 10. POSIBLE PROCEDIMIENTO DE MANIPULACIÓN

Las entidades financieras encargadas de la gestión de swaps y opciones de tipo de interés o de tipo de cambio ostentan una posición a partir de la cual resulta sencillo alterar o manipular el precio del derivado. Como hemos mencionado previamente, la entidad bancaria elabora el producto en su totalidad de manera prácticamente unilateral.

La manipulación de las condiciones económicas concurre cuando los bancos cotizan las condiciones de estos swaps singulares no genéricos que no son contratos estandarizados (no hay referencia comparativa para el cliente) y cotizados en mercados no organizados

donde los precios no son directamente observables.<sup>64</sup> Como hemos mencionado previamente, se trata de mercados caracterizados por la ausencia de regulación en cuanto al contenido del contrato.

El procedimiento de manipulación directa que pueden seguir las entidades podría estructurarse de la siguiente manera. En primer lugar, se procede a la generación de la contratación de un derivado específico. Los bancos exigen a los clientes la contratación de un determinado derivado bilateral (cliente - banco) que ellos mismos diseñan y presentan al cliente. En segundo lugar, se produce una colusión en la fijación de los precios, que consiste en la coordinación de los bancos para fijar el tipo de derivado, así como el margen. En tercer lugar, tiene lugar la manipulación del precio en la ejecución, o en otras partes, se hace creer al cliente que esta contratando a precios de mercado. En cuarto lugar, entra en juego lo que se conoce como ocultación contractual. Los departamentos comerciales minimizan la importancia del derivado, centrando la negociación en la operación de financiación y el caso base (rentabilidad del proyecto). En último lugar, es habitual que, una vez contratado el derivado y en los meses inmediatamente posteriores no se facilita información mensual o trimestral de su valor de mercado a fin de que el sobreprecio no pueda ser detectado por los clientes.<sup>65</sup>

La manipulación indirecta de los swaps de tipos de interés también se encuentra presente en este tipo de mercados. En el caso de optar las entidades por una manipulación indirecta, dicha actuación se podría estructurar de la siguiente manera. En primer lugar, una coordinación de las entidades responsables de proporcionar información sobre la formación del EURIBOR. Durante este período, los bancos y entidades responsables alcanzan un acuerdo por el que pactan las referencias que facilitarán la manipulación del

---

<sup>64</sup> Pérez Guerra, M., “Operaciones de derivados y estructurados. Comisiones implícitas y sobreprecios” *Revista de Derecho Mercantil*, 305, julio- septiembre 2017.

<sup>65</sup> Pérez Guerra, M. “Operaciones de derivados y estructurados. Comisiones implícitas y sobreprecios”, *op.cit.* P. 285

índice al alza o a la baja. Seguidamente, el índice previamente manipulado se usa como referencia para atribuir un precio a la operación.<sup>66</sup>

## 11. CALIFICACIÓN DE LAS CONDUCTAS IMPUTADAS

El consejo de la CNMC ha analizado por separado en el presente expediente dos conductas constitutivas de una infracción del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE. La primera conducta, se refiere a la coordinación a la hora de fijar las condiciones económicas de los derivados para la cobertura de riesgo de tipo de interés del préstamo sindicado destinado a *project finance*. En segundo lugar, se analiza la conducta consistente en la vinculación entre la concesión del crédito y la contratación del derivado con las mismas entidades bancarias que participaron en el crédito sindicado.

No hay duda de que las calificaciones de las conductas y correspondientes sanciones constituyen un precedente en nuestro país. Sin embargo, a día de hoy la Audiencia Nacional no se ha pronunciado sobre los recursos interpuestos por las entidades, cuyo pronunciamiento puede dar lugar a una corrección de las conductas calificadas por la Comisión.

### 11.1. Vinculación del crédito y el derivado

Uno de los ejes centrales<sup>67</sup> del caso gira entorno a la vinculación entre el crédito sindicado y el derivado contratado como instrumento de cobertura de bancos y cliente frente al riesgo de tipo de interés. De esta manera, en los contratos analizados por la CNMC se

---

<sup>66</sup> Pérez Guerra, M. “Operaciones de derivados y estructurados. Comisiones implícitas y sobrepuestos”, *op.cit.* P. 287

<sup>67</sup> Gutiérrez, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: La resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 48-2018.

podía apreciar que la concesión del préstamo exigía a cambio la contratación por parte de el cliente del instrumento de cobertura con los bancos prestamistas.<sup>68</sup>

Una vez llegados a este punto, para resolver la cuestión, es necesario acudir en primer lugar, a las normas de defensa de la competencia para constatar si estas reconocen el derecho del cliente a no contratar el derivado, y de estarlo, si el cliente puede contratar dicho derivado con entidades distintas a los bancos financiadores.

La Dirección de Competencia se pronunció afirmando que tal vinculación entre el crédito y derivado con las mismas entidades constituía una actuación contraria al artículo 1 LDC y que el cliente debía tener derecho a no contratar ningún tipo de instrumento de cobertura. Sin embargo, la Sala de la Competencia se posicionó a favor de que los contratos examinados obligaran al cliente a contratar el derivado de los mismos bancos financiadores. Al tratarse de un *project finance*, es el proyecto el responsable de generar los ingresos para que los bancos vean recuperada su inversión, por lo que es lógico que las entidades financiadoras exijan al cliente proteger dicho proyecto con los instrumentos que el mercado pone a su alcance. Así, se optó por la argumentación de los bancos que defendían que la identidad y comunidad de garantías del crédito obligaba a que fueran los mismos bancos.

Tal vinculación es aceptada por la CNMC en la medida en que los bancos se comprometen a ofrecer el derivado al cliente en “condiciones de mercado” o a “coste

---

<sup>68</sup> La Comisión Europea en su análisis determina que a la hora de examinar los posibles aspectos anticompetitivos de la vinculación entre el contrato de cobertura y el préstamo sindicado es necesario tener en cuenta cuando y como se otorgan. En otras palabras, es necesario conocer el momento en que se discuten y otorgan los servicios (por ejemplo, en paralelo con el préstamo que se negocia o después del préstamo o como parte de la negociación de los términos del préstamo inicial). European Commission, prepared by Europe Economics, “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, Final Report, 2018. Disponible en <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf> (último acceso 9/04/2019) P. 187.

ceros”. Las entidades financiadoras argumentaron<sup>69</sup> que, dado su conocimiento en el proyecto, su financiación, así como los riesgos, gozaban de una posición privilegiada a través de la cual serían capaces de ofrecer el precio más favorable adaptado a las necesidades del cliente. Sin embargo, el alejamiento del precio constatado respecto al precio pactado en “condiciones de mercado” se aleja totalmente de dicha justificación. Tal y como aparece recogido en la Resolución de la CNMC *no puede aceptarse la eliminación de la competencia de terceros en la provisión de la cobertura si no es porque el cliente va a obtener las mejores condiciones en el derivado*” P. 76.

Así pues, los bancos ante una financiación sindicada, una vez que exigen la contratación de un instrumento de cobertura, tienen dos opciones. Una primera opción es permitir al cliente la posibilidad de contratar el instrumento de cobertura con terceros. Una segunda opción, consiste en exigir al prestatario la contratación del contrato de cobertura con los mismos bancos financiadores, pero con la condición de que el precio se fije “en condiciones de mercado”

## **11.2. Condiciones económicas del derivado.**

La CNMC justifica la infracción y las correspondientes sanciones impuestas a través de esta cuestión. A lo largo del proceso, la CNMC se centró en los dos tipos de instrumentos de cobertura utilizados: los *collars* y los *swaps*. En los *collars*, cuando se fija el *cap* es necesario fijar el *floor* el cual es único para cada banco, y tal actuación sucesiva es esencial dado que garantiza que la prima del *cap* y la prima del *floor* coincidan.

---

<sup>69</sup> Resolución de la CNMC. op.cit. CAIXABANK ha señalado que “*no se puede disociar*” la negociación de la operación de financiación de la de la cobertura, cuyas condiciones deben ser ofertadas por las entidades de forma “*unitaria*”, aunque la formalización luego sea bilateral, “*pues así lo requiere la naturaleza de los derivados contratados (que ha de ser siempre bilateral)*” (folio 3203). P.32

El tipo *floor* se refiere al “precio de mercado”, se trata de un valor que proporciona la certeza de que la prima neta, esto es, la prima obtenida mediante la diferencia del *cap* y el *floor* que el cliente ha de pagar, sea nula

La coordinación de los bancos a la hora de elevar el tipo del *floor* (con posterioridad a la fijación del tipo *cap*<sup>70</sup>) hace que el valor del *collar* para el cliente en el momento de la contratación sea negativo, no cero. En consecuencia, en el momento de contratación el cliente tendría que recibir una prima del banco de idéntico valor negativo; a falta del pago de tal prima, situación en la que nos encontramos, el valor negativo da lugar a un margen implícito a favor de las entidades financieras y que el cliente acepta con total desconocimiento. .<sup>71</sup>

Se podría decir que el proceso que atraviesa el *swap* es semejante dado que el tipo fijo que hace que el valor del derivado sea nulo para ambas partes es el “*precio en condiciones de mercado*”. La coordinación entre los bancos a la hora de fijar dicho tipo fijo a un precio superior genera que el derivado tenga un valor negativo para el cliente y favorable para las entidades financieras. Dicho beneficio se debe a que la posibilidad de que las liquidaciones del derivado se conviertan en pagos del cliente a los bancos aumentan considerablemente.

---

<sup>70</sup> La Resolución de la CNMC entiende que la fijación de un tipo *cap* no constituye una conducta anticompetitiva. Las entidades incoadas coinciden en señalar que, así como el *cap* se fija inicialmente en el “Caso Base”, con antelación por tanto al cierre de la operación, la fijación del *floor* se produce en el momento de la contratación del derivado y cierre de la operación, que se lleva a cabo en una notaría con presencia física del cliente y telefónica de los bancos”. Resolución de la CNMC, *op.cit* P.35

<sup>71</sup> Resolución de la CNMC. *op.cit.* P. 72.

### ***11.2.1. Restricción por objeto.***

El objeto del presente expediente es evaluar si la actuación coordinada de las entidades bancarias a la hora de fijar el precio de los derivados supone una restricción por objeto a la competencia y, en particular, una infracción del artículo 1 de la LDC y del 101 TFUE.

Como indicaba la Dirección de Competencia en el Pliego de Concreción de Hechos (PCH), la discusión no gira entorno a la existencia de un único tipo de interés fijado para el *floor* o un único tipo de interés fijado para el *swap*. La cuestión principal se centra en examinar si la actuación de las entidades en la fijación del tipo de interés se hace en condiciones de mercado o si, por el contrario, se realiza través de una concertación contraria a la normativa europea de competencia.<sup>72</sup> Como ya se ha explicado previamente, nos encontramos ante instrumentos que se negocian en mercados no organizados y, por lo tanto, no existe un precio de referencia accesible a través del cual el cliente pueda verificar la veracidad de valor que se le impone. No obstante, una de las actuaciones que ejercitan los bancos es la de asesoramiento acompañada de un compromiso de ofrecer el derivado en las mejores condiciones.

El Consejo de la CNMC entiende que todos los bancos han de ofrecer el mismo precio<sup>73</sup> de cobertura y reconoce que la fijación del tipo *floor* o del tipo *swap*<sup>74</sup> “en condiciones de mercado” o “con coste cero”<sup>75</sup> mediante un proceso transparente no supone una

---

<sup>72</sup> Resolución de la CNMC. *op.cit.* P. 69.

<sup>73</sup> “Sin embargo, aunque podría aceptarse que los bancos tuvieran que ofrecer un solo precio al cliente por el instrumento de cobertura, habría que asegurar que el precio ofrecido es el mejor de los posibles, es decir, el precio en condiciones de mercado que asegura el cumplimiento de la condición de no acarrear un coste para el cliente y para eso debería quedar claro el proceso por el que se determina ese precio, y tal proceso debería ser transparente para el cliente”. Resolución de la CNMC, *op.cit.* P. 79

<sup>74</sup> “La condición de *coste cero* implica que el tipo del *floor* o el tipo fijo del *swap* que los bancos deberían ofrecer al cliente serían aquellos para los que la valoración del instrumento de cobertura –*collar* o *swap*– en el momento de contratación fuera nula para el cliente. Resolución de la CNMC, *op.cit.* P. 90

<sup>75</sup> “A lo largo del expediente, los bancos han argumentado que el concepto de “coste cero” no significa que el derivado no pueda generar ningún coste para el cliente. Efectivamente, puede haber un coste para el cliente si, debido a una evolución de los tipos de interés de referencia distinta de la prevista en el

vulneración del apartado 1 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE. Las entidades financieras alegaron que se trataba de una coordinación necesaria y que perseguía “únicamente asegurar la certidumbre necesaria para permitir la viabilidad del préstamo”<sup>76</sup>. Es coherente el hecho de que se requiera una coordinación a la hora de fijar los tipos, dado que la coordinación forma parte de una de las fases del proceso. Ahora bien, el resultado de dicho acuerdo dio lugar a la fijación de un tipo que claramente superior difícilmente encuadrable en dicha alegación.

Ahora bien, la Sala no entra a valorar si se han de incluir o no un sobrepago para cubrir los costes operativos como margen. No obstante, el problema se produce cuando dicho margen se incluye en el contrato de cobertura sin transparencia alguna.<sup>77</sup> Durante el procedimiento de elaboración del instrumento de cobertura, la información que recibía el cliente daba a entender que el valor del tipo *floor* o del tipo fijo *swap* se establecía a través de un mecanismo al que tenían acceso todas las entidades y que, por tanto, era el mismo para todos. En ningún momento se realizó ninguna mención sobre márgenes, ni comisiones, además, en ocasiones, la oferta del tipo era explicada al cliente utilizando términos tales como “volatilidad”, “actualización en mercado de los *floors* en el momento de cierre”. Resulta evidente que dicho lenguaje no resulta fácilmente comprensible por

---

momento de contratación, en las fechas de liquidación del derivado el tipo de interés de referencia se encuentra por debajo del *floor* (en el caso de un *collar*) o del tipo fijo (en el caso de un *swap*), ya que el cliente deberá pagar al banco la cantidad que corresponda, generándole un coste. Ni la Dirección de Competencia ni esta Sala han puesto en entredicho esta cuestión. (...) Lo que suceda efectivamente después, a lo largo de la vida del derivado, depende de la evolución del tipo de interés de referencia, sobre el que los bancos no tienen ningún control”. Resolución de la CNMC, *op.cit.* P.92

<sup>76</sup> Resolución de la CNMC, *op.cit.* P.75.

<sup>77</sup> “Pueden cobrar un margen explícito en forma, por ejemplo, de coste de contratación o formalización, o un margen implícito a lo largo de la vida del derivado igual al diferencial o spread que se suma al tipo *floor* o tipo fijo del *swap* de mercado (el que asegura que la cobertura es “a coste cero”). Cualquiera de estas opciones sería perfectamente legítima, siempre y cuando el margen aplicable apareciese reflejado en el contrato con total transparencia. Sin embargo, como ya se ha dicho, en el caso de los derivados analizados en este expediente, en ningún caso se especificó al cliente que se le fuera a aplicar un margen. A pesar de las referencias en otro sentido que hacen los bancos en sus explicaciones teóricas, como se ha mostrado en los párrafos anteriores (que resumen los hechos acreditados), en los contratos analizados no se pactó la aplicación, según las entidades, de spread o diferencial alguno sobre el tipo de interés variable de referencia”. Resolución de la CNMC, *op.cit.* P. 91.

aquellas personas que no se dedican a este sector. En consecuencia, el cliente, el cual no contaba con asesoramiento especializado, no tenía la opción de acceder a conocer un valor aproximado al de mercado. Cabe recordar que dicha actuación de asesoramiento está atribuida y le corresponde su desarrollo a los bancos que proporcionan tales servicios como es el de cobertura.

Es precisamente con la fijación del tipo *floor*, esto es, cuando se va a proceder al cierre de la cobertura, cuando se puede constatar la conducta colusoria de las entidades proveedoras del producto derivado. Dichas entidades se coordinaron precisamente para acordar la fijación al alza de el tipo o “precio” ofrecido al cliente —el tipo *floor* del *collar* o el tipo fijo del *swap*— siendo finalmente este superior al “*precio en condiciones de mercado*”.<sup>78</sup>

Llegados a este punto nos encontramos ante una conducta que puede ser presentada desde diferentes perspectivas. En un primer lugar, es posible calificar la conducta como incumplimiento contractual por parte de las entidades al fijar un tipo de interés que no correspondía. En un segundo lugar se entiende que dicha actuación de coordinación a la hora de fijar los precios es una restricción por objeto dado que se comparte información sobre conductas futuras.

En cuanto a la primera aproximación, se puede encuadrar la conducta en un incumplimiento del contrato que colocaba al cliente en una situación desfavorable y la cual era imposible identificar en el momento del contrato.

En una segunda aproximación, la Sala considera que se ha generado un falseamiento de la competencia, consistente en la coordinación para fijar los precios del instrumento de cobertura del riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado sin el conocimiento del cliente. Además, entiende que se trata de una restricción por objeto, no solo por el

---

<sup>78</sup>Resolución de la CNMC, *op.cit.*P.73

contenido de la conducta de las entidades financieras, sino por el objetivo que se perseguía a través de sus actuaciones. Es decir, se trata de una conducta apta per se para generar efectos negativos, es decir, que el falseamiento de la competencia es tal que no es necesario un examen de los efectos para poder afirmar que nos encontramos ante una vulneración del artículo 1.1 de la LDC y 101 del TFUE, en el sentido de la sentencia TJUE de 11 de septiembre de 2014 (asunto C-67/13 P Groupement des Cartes Bancaires)<sup>79</sup>

La CNMC se refiere también en su resolución a la afirmación que se produjo en el *asunto C-179/16, F Hoffmann – La Roche* del Tribunal de Justicia de la UE<sup>80</sup>, cuya semejanza

---

<sup>79</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia (sala tercera) de 11 de septiembre de 2014, en el asunto C-67/13 P, Groupement des Cartes Bancaires (CB). Esta sentencia gira entorno a la investigación de la CE a un sistema de tarjetas de pago en Francia conocidos como el Groupement des Cartes Bancaires. Se trata de una agrupación de interés económico creada por las principales instituciones bancarias francesas para lograr la interoperabilidad de los sistemas de pago y retiro de tarjetas bancarias emitidas por sus propios miembros. Con el objetivo de evitar el uso gratuito de este sistema y garantizar la interoperabilidad, el grupo notició la adopción de una serie de medidas relacionadas con los precios. El Tribunal de Justicia anuló la conclusión del Tribunal General (que confirmaba una decisión de la Comisión) de que una serie de medidas de fijación de precios adoptadas por el Groupement francés tenían por objeto restringir la competencia. El Tribunal de Justicia declaró que, para considerarlo como una restricción por objeto, la autoridad tendría que establecer que se trataba de una restricción particularmente dañina o escandalosa de la competencia.

<sup>80</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia de 13 de febrero de 1979, en el asunto 85/76, Hoffman-La Roche & Co. AG La Sentencia se dictó en una apelación contra una decisión de 9 de junio de 1976 relativa a un procedimiento en virtud del artículo 86 del Tratado CEE que impone una multa por abuso de posición dominante. En dicha decisión, la Comisión consideraba que Roche se encontraba en una posición dominante dentro del mercado común (en los mercados de las vitaminas A, B2, B3, B6, C, e y H) en el sentido del artículo 86 del Tratado CEE y que había hecho uso de dicha posición. Dicha vulneración se produjo como consecuencia de una serie de actuaciones desarrolladas entre los años 1970 a 1974 de la que resultaron perjudicados 22 compradores. La actuación, consistió en celebrar contratos que implicaban para estos compradores, la obligación o mediante la aplicación de primas de fidelidad, una incitación a reservar a Roche la exclusividad o la preferencia para cubrir la totalidad o lo esencial de sus necesidades de vitaminas. Finalmente, el Tribunal concluyó que efectivamente Hoffmann-La Roche gozaba de una posición dominante en los mencionados mercados y que se había aprovechado de dicha posición para la celebración de acuerdos excluidos o acuerdos que contenían rebajas de fidelidad. el Tribunal de Justicia consideró, en común con la Comisión, que cada grupo de vitaminas constituye un mercado separado y que un producto

con los hechos de la Resolución no es fácilmente apreciable. Según dicha sentencia, las prácticas colusorias entre empresas que compiten en sí y tienen por objeto la difusión de información engañosa en una situación donde la incertidumbre y el desconocimiento ocupan una posición relevante, pueden ser consideradas como restricción de la competencia por su objeto. La Sala cita textualmente en la resolución el apartado 92 de la sentencia del Tribunal de Justicia: “*una práctica colusoria que persigue los objetivos descritos [...] [información engañosa dirigida a inducir a error y a exagerar la percepción por el público de determinados riesgos] tiene un grado de nocividad para la competencia suficiente para que resulte superfluo el examen de sus efectos*”

### ***11.2.2. Carácter único y continuado de la infracción.***

La jurisprudencia europea exige una serie de elementos para poder calificar una conducta de carácter único y continuado. El Consejo de la CNMC, a raíz del análisis realizado, opta por calificar la cooperación a la hora de fijar el tipo de interés en un contrato de cobertura en *project finance* como una infracción única y continuada. Tal calificación tiene lugar porque se trata de una serie de operaciones de financiación de un mismo proyecto que se realizaron entre 2006 y 2016.

### ***11.2.3. Apartado 3 del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE.***

El artículo 1 de la LDC y 101 TFUE prevén en su apartado 3<sup>81</sup> una exención del apartado 1 de los mencionados artículos. Para ello, es necesario que se cumplan una serie de

---

puede pertenecer a dos mercados diferentes si puede utilizarse para varios propósitos. El Tribunal sostuvo que la competencia real debe poder existir entre productos que pertenecen al mercado relevante, lo que presupone un grado adecuado de intercambiabilidad entre dichos productos. Para la Comisión, la evaluación de la sustitución de la demanda implica una determinación de la gama de productos, que el consumidor considera sustitutos y, por lo tanto, su competencia puede afectar la fijación de precios de los productos de las partes.

<sup>81</sup> 3. La prohibición del apartado 1 no se aplicará a los acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas que contribuyan a mejorar la producción o la comercialización y distribución de bienes y servicios o a

elementos y procedemos a analizar a algunos de estos. En primer lugar, la práctica ha de contribuir a mejorar la producción o comercialización de bienes o servicios o bien a promover el progreso técnico o económico. Se podría entender, desde un punto de vista muy amplio, que a través de este tipo de contratos se intenta alcanzar una mejora económica tanto para el cliente como para los bancos, sin embargo, la actuación de los bancos desvirtúa por completo esta posible perspectiva. En segundo lugar, la actuación ha de permitir a los usuarios participar de forma equitativa en sus ventajas. Podemos arriesgarnos a decir que precisamente esta es la razón que no ha tenido lugar dado que las entidades financieras mediante su actuación han reducido para el cliente posibles beneficios y que por tanto ha generado la conducta que en este expediente se sanciona.

## 12. PROBLEMÁTICA SUSCITADA POR LOS CONTRATOS DE SWAPS O PERMUTA FINANCIERA DE TIPOS DE INTERÉS

El principal problema que venía acompañando a los contratos de permuta financiera era que su elevada utilización era directamente proporcional al grado de desconocimiento que se tenía de aquellos.

Fue en el año 2008 cuando los bancos optaron por realizar una campaña de promoción de los contratos de permuta financiera de tipo de interés como coberturas de posibles variaciones del tipo de interés para las hipotecas. El objetivo principal que se persigue con este tipo de contratos, como ya hemos mencionado en otras ocasiones, es reducir los riesgos financieros. Dicha reducción se alcanza ofreciendo un tipo de interés fijo en

---

promover el progreso técnico o económico, sin que sea necesaria decisión previa alguna a tal efecto, siempre que:

- a) Permitan a los consumidores o usuarios participar de forma equitativa de sus ventajas.
- b) No impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para la consecución de aquellos objetivos, y
- c) No consientan a las empresas partícipes la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios contemplados.

sustitución de un tipo variable, y de esta manera, se protege al cliente de eventuales subidas del tipo de interés.<sup>82</sup>

Sin embargo, en 2008 se inició el camino hacia una considerable bajada de los tipos de interés. De esta manera, la situación en la que se encontraban aquellas personas que habían suscrito un contrato de cobertura era alarmante porque debían bajar una cantidad en base a un tipo de interés y no atendiendo al EURIBOR real (el cual se encontraba muy por debajo), y al mismo tiempo, el banco ajustaba los pagos correspondientes al tipo de interés vigente en el momento. La situación del cliente a comienzos del 2009 era negativa como consecuencia de dicho contrato.<sup>83</sup>

En 2010, varios fueron los pronunciamientos que declararon la nulidad del contrato swap en base al art. 1265 CC. Así se deduce de la Sentencia de 15 marzo de 2010 del Juzgado de lo Mercantil nº2 de Bilbao en el seno de los autos incidentales 878/2009 derivados del concurso abreviado 233/2009 de la entidad mercantil CCC. Dicha sentencia admite la demanda reconvencional frente al Banco Santander, en la que se solicita la nulidad del swap sobre la base de entender que al tiempo de celebrarse ha existido error en la declaración de voluntad de aquella mercantil. El juzgado de los Mercantil nº2 de Bilbao estima la demanda reconvencional declarando nula la permuta al considerar que, en los supuestos descritos, un banco ha vendido a un cliente dedicado al sector completamente ajeno al financiero y, en todo caso, no especializado en mercados de inversión o en el ámbito económico financiero, un producto para asegurar riesgos derivados de los movimientos de mercado en relación a su margen de endeudamiento, sin advertir frente a la posibilidad de pérdidas.

---

<sup>82</sup> Cazorla González- Serrano, L., “El contrato de Swap o permuta financiera y su problemática actual”, en Saavedra Ortiz, JJ. / Serrano Acitores, A., (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011. P 599

<sup>83</sup> Cazorla González- Serrano, L., “El contrato de Swap o permuta financiera y su problemática actual”, *op.cit.* P. 599

Estos ejemplos presentan algunas similitudes con el presente expediente como es la falta de información y conocimiento del producto que verdaderamente se está contratando. Dicha ausencia de información es ocultada bajo la confianza y la falsa apariencia que se crea, es decir, mediante el engaño.

### 13. POSIBLES ALTERNATIVAS PARA LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA

#### 13.1. Mercado CIMD

Una vez finalizada la última crisis financiera que sacudió a Europa, el avance que estaban sufriendo los mercados financieros, así como el aumento de participación en los mismos, permitió apreciar las deficiencias y falta de transparencia que revestían algunas actividades realizadas en dichos mercados y más concretamente, en los mercados extrabursátiles.

A comienzos de 2018, se inició la aplicación de un nuevo marco normativo<sup>84</sup> de aplicación a los mercados e instrumentos financieros a través de la Directiva 2014/65/UE<sup>85</sup> de 15 de mayo de 2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID II)<sup>86</sup> y, el reglamento UE 600/2014 de 15 de mayo de 2014 del Parlamento Europeo y del consejo relativo a los mercados de

---

<sup>84</sup> CNMV, “L CNMV informa sobre la publicación oficial de normas de desarrollo técnico de MiFID II y MiFIR (NIVEL II), 2017, Madrid. Disponible en [http://www.cnmv.es/docportal/aldia/PublicacionMIFID\\_II\\_Level\\_IIesp.pdf](http://www.cnmv.es/docportal/aldia/PublicacionMIFID_II_Level_IIesp.pdf) (último acceso 9/04/2019)

<sup>85</sup> Tras su modificación por la Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016. (BOE 30 de junio de 2016)

<sup>86</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. (BOE 12 de junio de 2014)

instrumentos financieros por el que se modifica el Reglamento (UE) n1 648/2012 (MiFIR).<sup>87</sup>

La MiFIDII pretende reforzar el marco regulador de dichos mercados abordando, entre otras cosas, los ámbitos no regulados como el de derivados sobre materias primas. Su objetivo principal es fortalecer la regulación europea sobre mercados de valores.<sup>88</sup> A su vez, el MiFIR pretende regular, entre otras cosas, la transparencia en la pre y post negociación en relación con las autoridades y los inversores, así como la obligación de negociar determinados derivados en centros de negociación.

A raíz de el Real Decreto Ley 21/2017 de medidas urgentes para la adaptación a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores<sup>89</sup>, tuvo lugar la autorización de la CNMC de los reglamentos de funcionamiento de dos Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

Uno de esos reglamentos, es el Reglamento de CIMD OTF Sistema organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados<sup>90</sup>. De acuerdo con lo dispuesto en su artículo 1, se trata de un sistema organizado de contratación (SOC u OTF en inglés) consistente en un sistema multilateral que, no siendo un mercado regulado ni un sistema multilateral de negociación, permite la interacción de los diversos intereses de compra y de venta de

---

<sup>87</sup>Reglamento (UE) No 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012. (BOE 12 de junio de 2014)

<sup>88</sup>CMNV, MIFID II – MIFIR. Basada en la mejora de las reglas ya adoptadas por MiFID [http://www.cnmv.es/portal/MiFIDII\\_MiFIR/MapaMiFID.aspx](http://www.cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx)

<sup>89</sup> Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. (BOE 30 de diciembre de 2017)

<sup>90</sup> Reglamento de CIMD OTF Sistema organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados (diciembre 2018).

múltiples terceros para dar lugar a contratos de conformidad con el MiFID II. Dicho sistema será dirigido por CIMD Sociedad de valores, SA.

La CIMD OTF se estructura en tres segmentos diferenciados, i) renta fija, ii) derivados sobre materias primas y, iii) otros derivados. Nos interesa especialmente la negociación de los instrumentos de este último segmento que engloba los derivados de crédito, de tipo de interés y de tipo de cambio. A través de estos sistemas es posible otorgar o reconocer cierta regulación aquellos derivados cuya esfera se encuentra fuera del ámbito de regulación.

La problemática suscitada en el expediente analizado entorno a los derivados de cobertura de tipo de interés encuentra su origen principalmente en la falta de regulación y, por tanto, protección y transparencia en las negociaciones. Ahora bien, tales actuaciones se podrían evitar mediante la inclusión de dichos derivados en este tipo de sistemas. De esta manera, los clientes podrían acceder con facilidad a los “precios de mercado”, así como contar con cierta supervisión para asegurar la correcta fijación del valor, así como la transparencia.

### **13.2. Contrato de agencia.**

Otro enfoque puede ser examinar el expediente desde la perspectiva de un contrato de agencia, es decir, que es el contratante del derivado delega en la entidad de cobertura la determinación de los *strike prices* (el precio de ejercicio de la opción *cap*)

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre Contrato de Agencia<sup>91</sup>, por el contrato de agencia una persona natural o jurídica, denominada agente, se obliga frente a otra de manera continuada o estable a cambio de una remuneración, a promover actos u operaciones de comercio por cuenta ajena, o a

---

<sup>91</sup> Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre Contrato de Agencia (BOE 29 de mayo de 1992).

promoverlos y concluirlos por cuenta y en nombre ajenos, como intermediario independiente, sin asumir, salvo pacto en contrario, el riesgo y ventura de tales operaciones

De esta manera se incluye un intermediario financiero en la negociación de los instrumentos de cobertura. Ahora bien, esta perspectiva conllevaría la necesidad de realizar una serie de cambios regulatorios para adaptar y garantizar la seguridad que se pretende alcanzar.

#### 14. CONCLUSIÓN

Las diferentes actuaciones de la Comisión Europea y las diferentes autoridades nacionales de la Competencia en estos últimos años constituyen importantes precedentes que han ido sembrando la duda sobre la compatibilidad de los créditos sindicados con la normativa europea de defensa de la competencia y la aplicabilidad del artículo 1 LDC y 101 TFUE.

En España, la CNMC ha sancionado a cuatro entidades bancarias por infracción muy grave del artículo 1 de la LDC, así como del artículo 101 TFUE por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés para la financiación sindicada utilizada en el marco de un *project finance*.

En un *project finance*, la financiación necesaria es elevada y la generación de ingresos o flujos de caja es la forma a través de la cual el banco puede ver recuperada su inversión. Por lo tanto, la financiación sindicada se erige como la mejor alternativa dado que de esta manera los bancos se reparten entre sí los riesgos ante problemas de insolvencia del cliente. Ahora bien, dicha financiación se ofrece generalmente a tipo variable por lo que para evitar posibles problemas de insolvencia por parte del cliente se exige la contratación de un instrumento de cobertura del riesgo de tipo de interés que habitualmente es un derivado financiero. Sin embargo, dichos derivados se negocian en mercados no

organizados, y, por ende, son el resultado de una negociación bilateral por el que las partes diseñan su propio contrato ajustado a la situación actual que deseen. Así, dos son los instrumentos que nos interesan, la denominada opción de tipo de interés *collar* (*interest rate collar*) y la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap* o IRS).

El *collar* encierra dos opciones financieras denominadas *cap* y *floor*. El *cap* constituye una opción financiera que protege al cliente ante eventuales subidas en el tipo de interés del crédito otorgado. Así, independientemente de las fluctuaciones de los tipos de interés el cliente pagaría como máximo, el tipo de interés pactado como tipo *cap*. El *floor*, en cambio, protege a la parte financiera ante posibles bajada del tipo de interés recibiendo siempre como mínimo, el tipo *floor* acordado.

De esta manera, mediante el swap la parte financiada elimina el riesgo asociado a una subida de tipo de interés por encima del tipo fijo pactado, pero al mismo tiempo renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una bajada de tipo de interés por debajo de ese tipo fijo. Es posible afirmar que la contratación del *swap* transforme el tipo de interés variable en un tipo fijo.

La resolución de la CNMC en el expediente realiza un estudio sobre la coordinación para fijar las condiciones económicas de los derivados para la cobertura de riesgo de tipo de interés del préstamo sindicado destinado a *project finance*, así como la vinculación que se crea entre la concesión del crédito y la contratación del derivado.

Ahora bien, a falta del pronunciamiento de la Audiencia Nacional, es posible realizar una serie de conclusiones que se desprenden Resolución de la CNMC. En primer lugar, los prestamos sindicados requieren una cierta coordinación. Por tanto, la coordinación será legítima, sin embargo, en el momento en que tales actuaciones se produce una ausencia de transparencia es posible aplicar las normas que reconoce el Derecho de la Competencia. En segundo lugar, se reconoce la posibilidad de vincular la financiación sindicada y el instrumento de cobertura, siempre que esta última se ofrezca en condiciones

de mercado. De esta manera, tal fijación debe realizarse de manera transparente y clara, así como la fijación de márgenes y comisiones.

A raíz de el Real Decreto Ley 21/2017 de medidas urgentes para la adaptación a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, surgió un Sistema organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados. A través de estos sistemas se intenta proporcionar una mayor seguridad a aquellos productos de renta fija y derivados que carecen de un régimen contractual. Otra sugerencia sería aproximarse al contrato desde un punto de vista más amplio del problema de agencia.

En conclusión, una de las principales cuestiones que se suscitan como consecuencia de este trabajo, es si tales conductas se podrían haber evitado si los instrumentos de cobertura de tipo de interés estuvieran sometidos a una supervisión por parte del legislador. Ahora bien, sería necesario alcanzar un término medio entre una regulación muy estricta y la ausencia de ella, dado que una de las notas más características de este tipo de figuras es la posibilidad de crear un contrato a medida para ambas partes, y una regulación muy estricta podría acabar con ello.

Dejando a un lado la posibilidad de acceder a una regulación o no, el principal problema gira quizá entorno a la finalidad última de la coordinación. Desde mi punto de vista, la principal motivación de la manipulación o coordinación no es el dinero entendido como sinónimo de riqueza, sino la sensación de satisfacción que se genera a raíz de su obtención. Una satisfacción que encuentra su justificación en la inteligencia y astucia utilizada para lograrlo. El problema se encuentra precisamente aquí, cuando la finalidad de tal engaño no es lograr un aumento del patrimonio sino alcanzar un placer personal mediante una actuación ilícita, inmoral y que toma ventaja de la confianza de la otra parte.

## 15. BIBLIOGRAFÍA

BARREIRO GONZÁLEZ, J., “Breve Introducción al Préstamo Sindicado”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.), *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Aranzadi, 2017. Págs. 47-61

CARNERO PRIETO, D., “«Project finance»”, en SAAVEDRA ORTIZ, J.J. / SERRANO ACITORES, A., (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011. Págs. 81-119

CAZORLA GONZÁLEZ- SERRANO, L., “El contrato de Swap o permuta financiera y su problemática actual”, en SAAVEDRA ORTIZ, J.J. / SERRANO ACÍTORES, A (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011. Págs. 577-607.

CNMC, Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; Véase [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672\\_17.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf) (último acceso 29/03/2019).

CNMC, Nota Resumen S/DC/0579/16 Derivados Financieros, <https://docplayer.es/72262974-Nota-resumen-s-dc-0579-16-derivados-financieros.html> (último acceso 9/04/2019)

CNMV, “L CNMV informa sobre la publicación oficial de normas de desarrollo técnico de MiFID II y MiFIR (NIVEL II), 2017, Madrid. Disponible en [http://www.cnmv.es/docportal/aldia/PublicacionMIFID\\_II\\_Level\\_Iiesp.pdf](http://www.cnmv.es/docportal/aldia/PublicacionMIFID_II_Level_Iiesp.pdf) (último acceso 9/04/2019)

CUENCA MIRANDA, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017. Págs. 493-524

EUROPEAN COMMISSION, Management Plan 2017, disponible en [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/management-plan-comp-2017\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/management-plan-comp-2017_en_0.pdf) (último acceso 19/02/2019)

EUROPEAN COMMISSION, prepared by Europe Economics, “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, Final Report, 2019. Disponible en <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf> (último acceso 9/04/2019)

ESTEVAN DE QUESADA, C. “«Shadow Banking» y Financiación sindicada”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año nº 36, Nº 145, 2017. Págs. 205- 226

FERNÁNDEZ, P., *Opciones futuras e instrumentos derivados*. Deusto, Bilbao, 1996.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “*Investment and corporate banking market study: MS15/1*”, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/market-studies/investment-corporate-banking> (último acceso 19/02/2019).

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “*Regulation Round-up*”, febrero de 2017, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/documents/rru-february-2017.pdf> (último acceso 19/02/2019)

GÓMEZ JORDANA, I, *El contrato de cobertura de tipos de interés. Swaps, Caps, Floors y Collars, en Derecho del Mercado Financiero, t. II, Operaciones Bancarias de Activo y Pasivo, vol. I*, Madrid 1994.

GUTIÉRREZ, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: La resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 48-2018. Págs. 140-143

KOSTOLANY, A, *El fabuloso mundo del dinero y de la Bolsa*, Planeta, 1982.

LÓPEZ TELLO, J., “Fiscalidad de los derivados cotizados en mercados *OTC*”, en DÍAZ RUIZ, E. Y LARRAGA, P (directores), *Productos financieros derivados y mercados organizados, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 al 19 de julio de 1996*, Civitas, 1997. Págs. 91-100

MARTÍN BAUMEISTER, B., “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 bursátil*, Año nº 36, Nº 148, 2017, págs. 123 – 160.

MARTIN BAUMEISTER, B., “La fijación del precio de derivados extrabursátiles de cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación como conducta colusoria de acuerdo con el art. 1 LDC y 101 TFUE”, *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Año nº 94, Nº 769, 2018. Págs. 2850-2882

MUNS YNZENGA, A., “Préstamos y créditos sindicados”, en SAAVEDRA ORTIZ, JJ / SERRANO ACÍTORES, A. (coords.), *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión den los Mercados Financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011. Págs. 33-79.

PÉREZ GUERRA, M., “Operaciones de derivados y estructurados. Comisiones implícitas y sobrepuestos” *Revista de Derecho Mercantil*, 305, julio- septiembre 2017. Págs. 277-303

REDONDO, A., “Problemas de aplicación de los controles de inclusión de condiciones generales a determinadas formas de contratación entre profesionales (reglas y usos uniformes de la CCI, contratos ISDA, CMOF y similares”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Revista Homenaje al profesor D. Juan Luis Iglesias Prada Extraordinario 2011*.

SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2000.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados”, en DÍAZ RUIZ, E. Y LARRAGA, P (directores), *Productos financieros derivados y mercados organizados, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 al 19 de julio de 1996*, Civitas, 1997. Págs. 19-51

SLAUGHTER AND MAY, “Syndicated lending: in the European Commission’s sights?” 2017, disponible en <https://www.slaughterandmay.com/media/2536310/syndicated-lending-in-the-european-commissions-sights.pdf> (último acceso 31/03/2019)

ZUNZUNEGUI, F. “Negociación de swaps por cuenta propia”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Working Paper 1/2012. Junio 2012. P.1-2

## 16. ANEXO LEGISLACIÓN

Código Civil (BOE 25 de julio de 1889)

Directiva 98/33/ce del parlamento europeo y del consejo de 22 de junio de 1998 por la que se modifican el artículo 12 de la Directiva 77/780/CEE del Consejo referente al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, los artículos 2, 5, 6, 7 y 8 y los anexos II y III de la Directiva 89/647/CEE del Consejo sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito y el artículo 2 y el anexo II de la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (BOE 21 de julio de 1998)

Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. (BOE 12 de junio de 2014)

Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016. (BOE 30 de junio de 2016)

Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre Contrato de Agencia (BOE 29 de mayo de 1992).

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. (BOE 4 de julio de 2007)

Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. (BOE 30 de diciembre de 2017)

Reglamento de CIMD OTF Sistema organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados.

Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012. (BOE 12 de junio de 2014)

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (BOE 30 de marzo de 2010)

## 17. ANEXO JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal de Justicia de 13 de febrero de 1979, en el asunto 85/76, Hoffman-La Roche & Co. AG.

Sentencia del Tribunal de Justicia (sala tercera) de 11 de septiembre de 2014, en el asunto C-67/13 P, Groupement des Cartes Bancaires (CB).