



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**“Riesgos y conductas potencialmente anticompetitivas en la  
financiación sindicada: la Comisión Europea continúa dando  
pasos en su creciente interés por dicho mercado”**

Autor: Álvaro López Prieto  
5º E3-B  
Derecho Mercantil

Director: Dr. Bruno Martín Baumeister

Madrid  
Abril 2020

**Resumen:** En el presente trabajo se estudian los riesgos y conductas potencialmente anticompetitivas en el sector de la financiación sindicada a raíz del informe “*EU loan syndication and its impact on competition in credit markets*”, publicado el 5 de abril de 2019 por la Comisión Europea y que encargó a *Europe Economics* en 2017. En primer lugar, se llevará a cabo una investigación de las posibles razones que han despertado el interés de la Comisión en esta clase de operaciones acompañada de una breve síntesis de las características y mecánicas del mercado. A continuación, se revisará la naturaleza de la financiación sindicada así como su compatibilidad con las normas de competencia. Seguidamente, las potenciales conductas anticompetitivas identificadas por el informe y las correspondientes conclusiones relativas a los diferentes niveles de riesgo que observa en el mercado serán analizadas. Junto a dicho análisis, se evaluarán las soluciones propuestas para evitar los citados riesgos anticompetitivos. Por otro lado, se examinan aquellas actuaciones que no han sido tratadas por los autores del informe y que podrían constituir conductas anticompetitivas. Por último, se procederá a la investigación de las eficiencias producidas por algunas de las prácticas consideradas anteriormente como potencialmente anticompetitivas en relación con las excepciones expuestas en el apartado 3 del artículo 101 del TFUE y se expondrán las principales ineficiencias que podrían requerir un apoyo regulatorio en el futuro.

**Palabras clave:** *financiación sindicada, competencia, niveles de riesgo, eficiencias, conductas anticompetitivas*

**Abstract:** *This paper examines the potential anti-competitive risks and behaviour in the syndicated financing sector following the report “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, published on 5 April 2019 by the European Commission and commissioned from Europe Economics in 2017. Firstly, an investigation will be carried out into the possible reasons for the Commission's interest in this type of operation, accompanied by a brief summary of the characteristics and mechanics of the market. The nature of the syndicated financing and its compatibility with the competition rules will then be reviewed. The potential anti-competitive behaviour identified by the report and the corresponding conclusions regarding the different levels of risk observed in the market will be subsequently analysed. Together with this analysis, the proposed remedies to avoid the above-mentioned anti-competitive risks will be assessed. On the other hand, those actions that have not been dealt with by the authors of the report and which could constitute anti-competitive behaviour are examined. Finally, the efficiencies produced by some of the practices previously considered as potentially anti-competitive will be investigated in relation to the exceptions set out in Article 101(3) TFEU and the main inefficiencies that could require regulatory support in the future will be displayed.*

**Key words:** *loan syndication, competition, risk levels, efficiencies, anti-competitive behaviour*

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

<b>BCBS</b>	Basel Committee on Banking Supervision
<b>CE</b>	Comisión Europea
<b>CMOF</b>	Contrato Marco de Operaciones Financieras
<b>CNMC</b>	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
<b>FCA</b>	Financial Conduct Authority
<b>IM</b>	Information Memorandum
<b>INFRA</b>	Infraestructuras
<b>ISDA</b>	International Swaps and Derivatives Association
<b>LBO</b>	Leveraged Buy-Out
<b>LDC</b>	Ley de Competencia
<b>LMA</b>	Loan Market Association
<b>LSTA</b>	Loan Syndications and Trading Association
<b>MLA</b>	Mandated Loan Arranger
<b>NDA</b>	Non-Disclosure Agreement
<b>PF</b>	Project Finance
<b>RFP</b>	Request for proposal
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle
<b>TFUE</b>	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
<b>TJUE</b>	Tribunal de Justicia de la Unión Europea

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de LBO – fase de originación .....	10
Ilustración 2: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de LBO – fase de sindicación en el mercado primario.....	13
Ilustración 3: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de PF/INFRA – <i>Club deal</i> ...	15
Ilustración 4: Proceso de sindicación con especial atención al <i>marketflex</i> .....	25

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Contexto.....	1
1.2. Objeto del Trabajo de Fin de Grado.....	4
2. TIPOS Y CARACTERES DE LOS SEGMENTOS DEL MERCADO DE FINANCIACIÓN SINDICADA .....	6
2.1. <i>Leveraged Buy-Outs</i> versus <i>Project Finance</i> y financiación de infraestructuras .....	6
2.2. Tipos de procesos de sindicación.....	8
3. NATURALEZA JURÍDICA DEL PRÉSTAMO O CRÉDITO SINDICADO Y COMPATIBILIDAD CON LAS NORMAS DE COMPETENCIA .....	16
4. CONDUCTAS IDENTIFICADAS COMO POTENCIALMENTE ANTICOMPETITIVAS .....	19
4.1. Conductas .....	19
4.1.1. <i>Acuerdos horizontales de cooperación para limitar la oferta durante el proceso de originación y sindicación</i> .....	19
4.1.2. <i>Intercambio horizontal de información durante el proceso de originación y sindicación</i> .....	21
a. Con riesgos de comportamiento colusorio.....	22
b. Para imponer precios más altos a través del <i>marketflex</i> .....	24
4.1.3. <i>Abuso de posición de dominio colectiva para imponer condiciones y precios no competitivos</i> .....	25
4.1.4. <i>Explotación de las asimetrías de información y de las relaciones verticales</i> .....	27
4.1.5. <i>Vinculación de servicios auxiliares</i> .....	29
4.1.6. <i>Coordinación y colusión en la venta en el mercado secundario para influir en la oferta y en el precio</i> .....	32
4.2. Riesgos observados en el mercado asociados a las anteriores conductas.....	34
5. ACTUACIONES NO ANALIZADAS Y QUE PODRÍAN CONSTITUIR CONDUCTAS ANTICOMPETITIVAS .....	36
5.1. Posición de dominio por parte de las entidades de colocación en la fase de sindicación. ....	37
5.2. Otras prácticas relacionadas con los derivados extrabursátiles de cobertura de tipo de interés .....	38
5.3. Restricciones a la transmisibilidad en el mercado secundario .....	39

6.	EFICIENCIAS DERIVADAS DE AQUELLAS CONDUCTAS CALIFICADAS COMO ANTICOMPETITIVAS .....	42
6.1.	Excepción del apartado 3 de los artículos 101 del TFUE y 1 de la LDC .....	42
6.2.	Eficiencias .....	43
6.3.	Ineficiencias observadas .....	44
7.	CONCLUSIONES.....	45
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	49

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Contexto

El hecho de que la deuda suponga una fuente de financiación crítica para la economía europea ha provocado que la Unión Europea (UE) muestre un mayor interés por las financiaciones sindicadas<sup>1</sup>. De este modo, la creciente atención tomó forma a través de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea (CE) en su “*Management Plan*” publicado el 15 de febrero de 2017<sup>2</sup>. Fijada la línea de actuación, se encargó a *Europe Economics* la elaboración del documento objeto de este estudio, “*EU loan syndication and its impact on competition in credit markets*”, publicado el 5 de abril de 2019 por la Comisión. Con la elaboración de este Trabajo de Fin de Grado se tratará de analizar el alcance del citado y relevante informe el cual nació con el fin de evaluar el mercado de financiación sindicada en términos de efectividad y funcionamiento, y de identificar “cuestiones potenciales de competencia”<sup>3</sup>.

La introducción del euro en 1999 no solo supuso uno de los acontecimientos más importantes de la historia de Europa, sino que además marcó un antes y un después en el mercado europeo de los préstamos sindicados. La financiación sindicada se convirtió en la vía dominante a través de la cual los emisores europeos acuden a bancos y otros

---

<sup>1</sup> Comparando los sectores privados productivos de Estados Unidos y la UE, se puede observar como “el peso relativo de los instrumentos de deuda frente al de los de capital es distinto. A finales de 2015 la financiación neta de las empresas no financieras en Estados Unidos era en tres cuartas partes instrumentos de capital (acciones y reservas), mientras que en Europa no llegaba al 50%”. Además, el sector privado no financiero “se financia en un 75% vía bancos y en un 25% a través de los mercados, en Estados Unidos la proporción es la contraria: sólo el 25% de la financiación de la economía productiva es financiación bancaria”. Véase el boletín informativo de la CNMV de 11 de noviembre de 2019: “Presente y futuro de la Unión del Mercado de Capitales”: <http://www.newslettercnmv.es/wp-content/uploads/2019/11/n77-pdf1.pdf> [fecha de consulta: 4 de febrero de 2020].

<sup>2</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA, “Management Plan 2017”, *Comisión Europea* [en línea]. 15 de febrero de 2017. [fecha de consulta: 4 de febrero de 2020]. 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)

<sup>3</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, *Publications Office of the EU* [en línea]. 2019, p. 5. [fecha de consulta 4 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf>



proveedores de capital institucional para obtener la financiación que requiere su actividad.<sup>4</sup>

La preocupación por la competencia en este mercado no es exclusiva a la Comisión Europea, la *Loan Market Association* (LMA)<sup>5</sup> publicó una nota en mayo de 2014 como resultado de las repercusiones habidas tras el asunto *Royal Bank of Scotland/Barclays* de 2011 y el nuevo interés de las instituciones europeas por la competencia en la financiación sindicada<sup>6</sup>. En dicha nota, se aconsejaba a los bancos la adopción de precauciones a la hora de realizar un conjunto de conductas que podían adoptar el carácter de potencialmente anticompetitivas<sup>7</sup>. Misma acción y reacción tuvieron lugar tras el caso *CompuCredit Holdings Corporation v. Akanthos Capital Management, LLC*, también en 2011, pero en Estados Unidos con su homóloga la *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA)<sup>8</sup>.

Respecto al interés de otras instituciones europeas, Países Bajos fue el primer país en realizar estudios de mercado de los préstamos sindicados y *club deals* en 2010. La Autoridad de la Competencia holandesa apreciaba que la mayor concentración del número de oferentes en el mercado holandés estaba afectando a las posiciones de negociación de las empresas<sup>9</sup>. El 12 de abril de 2011, se publicó un estudio encargado por

---

<sup>4</sup> STANDARD & POOR'S, "A guide to the European Loan Market", *S&P Global* [en línea]. 2010, p. 7. [fecha de consulta: 5 de febrero de 2020]. Disponible en: [https://www.lcdcomps.com/d/pdf/European\\_Loan\\_Primer.pdf](https://www.lcdcomps.com/d/pdf/European_Loan_Primer.pdf)

<sup>5</sup> La LMA es una asociación, con sede en Londres, que trata de establecer una práctica de mercado ampliamente aceptada con el fin de mejorar la liquidez, eficiencia y transparencia de los mercados, primario y secundario, de los préstamos sindicados en Europa, el Oriente Medio y África (mercado EMEA). La LSTA hace lo propio en el mercado estadounidense.

<sup>6</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*, 2017, Año nº 36, No. 148, pp. 123-160.

<sup>7</sup> Las prácticas señaladas son: los sondeos generales de mercado, el intercambio de información durante la fase de licitación entre mesas de originación, la fijación de precios o la manipulación del mercado, el tratamiento de aquella información confidencial no solicitada de carácter competitivo, la conducta entre miembros del sindicato en relación con el establecimiento o la flexibilización de los términos y en el contexto de refinanciación o situaciones concursales. Véase nota de la LMA de 30 de mayo de 2014: "Notice on the application of the competition law to syndicated loan arrangements": [https://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice\\_on\\_the\\_Application\\_of\\_Competition\\_Law\\_to\\_Syndicated\\_Loan\\_Arrangements.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf) [fecha de consulta: 5 de febrero de 2020].

<sup>8</sup> LSTA. [en línea] *Are Loan Syndications Anti-Competitive? Not As Simple As You Think*, 2017 [fecha de consulta: 6 de febrero de 2020]. Disponible en: <http://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-as-simple-as-you-think>

<sup>9</sup> Véase nota de la Autoridad de la Competencia holandesa de 25 de enero de 2010: "Limited choice for undertakings when seeking syndicated loans": [https://www.acm.nl/en/publications/publication/6254/NMa-limited-choice-for-undertakings-when-seeking-syndicated-loans#\\_blank](https://www.acm.nl/en/publications/publication/6254/NMa-limited-choice-for-undertakings-when-seeking-syndicated-loans#_blank) [fecha de consulta: 7 de febrero de 2020].

la misma institución que revelaba un aumento del riesgo en cuanto a la creación de cárteles en el mercado de financiación inmobiliaria y, en particular, indicaba un elevado riesgo en términos de competencia para los “submercados de productos de refinanciación y préstamos sindicados”<sup>10</sup>.

En mayo de 2015, la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Reino Unido anunció la puesta en marcha de un estudio de la competencia en el mercado de banca corporativa y de inversión que se centraría, entre diversas cuestiones, en la sindicación de préstamos y/o créditos<sup>11</sup>. El informe final concluyó, en términos generales, que no se apreciaban prácticas que restringieran la competencia entre las entidades financieras o perjudiciales para las partes financiadas y que, por tanto, no era necesario que la FCA interviniera en este campo<sup>12</sup>. Finalmente, dicha autoridad llamó la atención a diversas entidades tras observar en el mercado señales de posibles infracciones relacionadas con el intercambio de información sensible durante la fase de creación del sindicato<sup>13</sup>.

Por último, es importante destacar la irrupción de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en el mercado de financiaciones sindicadas a través de la Resolución dictada el 13 de febrero de 2018 con la que sancionaba a cuatro bancos españoles por infracción muy grave de los artículos 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC)<sup>14</sup> y 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión

---

<sup>10</sup> Véase nota de la Autoridad de la Competencia holandesa de 13 de octubre de 2011: “*Study provides insight in antitrust risks in property finance industry*”: [https://www.acm.nl/en/publications/publication/6703/NMa-study-provides-insight-in-antitrust-risks-in-property-finance-industry#\\_blank](https://www.acm.nl/en/publications/publication/6703/NMa-study-provides-insight-in-antitrust-risks-in-property-finance-industry#_blank) [fecha de consulta: 7 de febrero de 2020].

<sup>11</sup> Véase nota de la FCA de 21 de mayo de 2015: “*Investment and corporate banking market study*”: <https://www.fca.org.uk/publications/market-studies/investment-corporate-banking> [fecha de consulta: 7 de febrero de 2020].

<sup>12</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “*Investment and corporate banking market study - Final report*”, FCA [en línea]. 18 de octubre de 2016. [fecha de consulta: 7 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-1-3-final-report.pdf>

Sin embargo, como resultado de este estudio la FCA decidió prohibir aquellas cláusulas contractuales restrictivas relativas a la venta cruzada (*cross-selling*) y de subsidio cruzado (*cross-subsidisation*) de servicios financieros. Mediante éstas, los bancos conseguían obligar a sus clientes a que les ofrecieran servicios futuros del mercado primario. Esta prohibición se materializó en la *Policy Statement PS17/13*, prohibiendo aquellas cláusulas de derecho de tanteo o “*right of first refusal*”. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “*Investment and corporate banking: prohibition of restrictive contractual clauses*”, FCA [en línea]. 27 de junio de 2017. [fecha de consulta: 10 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-13.pdf>

<sup>13</sup> Véase la *Regulation round-up* de la FCA de febrero de 2017: <https://www.fca.org.uk/publication/documents/rru-february-2017.pdf> [fecha de consulta: 10 de febrero de 2020].

<sup>14</sup> Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. «BOE» núm. 159, de 04/07/2007. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2007/07/03/15/con>

Europea (TFUE)<sup>15</sup>. La conducta sancionada consistía en la fijación concertada del precio, siendo superior a los precios de mercado, de los derivados extrabursátiles utilizados para cubrir el riesgo de tipo de interés asociado a la concesión de préstamos sindicados de *project finance* (PF)<sup>16</sup>.

## 1.2. Objeto del Trabajo de Fin de Grado

El presente trabajo tiene como principal objetivo el análisis del informe mencionado anteriormente, “*EU loan syndication*<sup>17</sup> and its impact on competition in credit markets” (en adelante, el Informe), publicado el 5 de abril de 2019 por la Comisión Europea y que encargó a *Europe Economics* en consonancia con su “*Management Plan*” de 2017.

Con la elaboración de dicho informe, se ha tratado de evaluar las dinámicas en términos económicos y competitivos del mercado de financiación sindicada, así como de identificar aquellas características tanto del proceso de sindicación como del mercado que puedan suponer una amenaza a su funcionamiento competitivo y a las leyes de la competencia.

Por su propia etimología, una financiación sindicada implica la cooperación de varias partes financieras, que son o pueden ser competidoras, con el fin de acordar conjuntamente una serie de términos según los cuales darán la financiación requerida al prestatario y/o acreditado. De esta operación se benefician ambas partes, el prestatario y/o acreditado obtiene acceso a otra forma de financiarse, o incluso la única si el capital requerido es considerable, y a un coste menor que un préstamo bilateral o la emisión de deuda corporativa. Por la otra parte, la entidad financiera aumenta su rentabilidad gracias a las comisiones, puede suponer la entrada a nuevos mercados y grandes operaciones que

---

<sup>15</sup> Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. OJ C 326, 26.10.2012, pp. 47-390. Disponible en: [http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu\\_2012/oj](http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu_2012/oj)

<sup>16</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. Disponible en: [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672\\_111.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_111.pdf)

<sup>17</sup> La expresión “*loan syndication*” puede llevar a confusión dado que en la mayoría de los casos es traducida al castellano como sindicación de préstamos. Sin embargo, la financiación sindicada cabe llevarse a cabo bien a través de un préstamo (*term loan*), bien mediante un crédito (*revolving credit facility*) o incluso ambos a la vez. Por ello, cada vez que se aluda a la expresión “financiación sindicada” a lo largo de este trabajo, ésta englobará todas las posibilidades.

por su propio tamaño antes no le era posible y, de esta forma, comparte su exposición al riesgo con otras entidades.<sup>18</sup>

Luego, nos encontramos ante un instrumento financiero que por definición atenta contra la prohibición expuesta en el apartado 1 de los artículos 1 y 101 de la LDC y el TFUE respectivamente, pero cuyas eficiencias producidas en el mercado le eximen de ésta de acuerdo con el apartado 3 de los artículos mencionados. En caso de que tuviera lugar alguna conducta por parte de las entidades financieras que menoscabara dichas eficiencias, la incompatibilidad con dichos preceptos se haría patente. Por ello, se hace necesario el análisis de cada acuerdo de financiación en relación con su contexto, de las características y el diseño del proceso con el cual se negocia y concede el préstamo así como de la fase de éste en la que nos encontremos, y finalmente, de las características del mercado.

De igual modo procede el estudio de compatibilidad con respecto al artículo 102 del TFUE dado que el abuso de una posición dominante también puede ser llevado a cabo de forma colectiva por las entidades financieras. Esta conducta es proclive en situaciones en las que la parte financiada se encuentra con problemas financieros para el pago del préstamo ya que los financiadores podrían aprovechar para imponer unas condiciones de refinanciación que no se justifiquen ni en la protección de su inversión ni en la exposición a un mayor grado de riesgo.

Los mercados analizados han sido los de Alemania, Francia, Países Bajos, Polonia, España y Reino Unido; y se ha centrado como veremos a continuación en segmentos específicos como son las financiaciones sindicadas vinculadas a *Leveraged Buy-Outs*<sup>19</sup> (LBOs), financiación de proyectos (PF) y de infraestructuras (INFRA).

---

<sup>18</sup> GONZÁLEZ PEDRAZ, C., “Préstamos corporativos apalancados: definición y evolución del mercado”, *Banco de España, Boletín Económico* [en línea]. 2019. [fecha de consulta: 12 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiEmueUsrbnAhWO2hQKHV7WAasQFjAAegQIBhAB&url=https%3A%2F%2Fwww.bde.es%2Ff%2Fwebbde%2FSES%2FSecciones%2FPublicaciones%2FInformesBoletinesRevistas%2FArticulosAnaliticos%2F19%2FT4%2Fdescargar%2FFich%2Fbe1904-art29.pdf&usg=AOvVaw2z2V6ATYmWSJXyhwqMvlQJ>

<sup>19</sup> Se entiende por LBO o compra/adquisición apalancada “aquella operación mediante la cual un inversor adquiere una participación, generalmente de control, en el capital de una sociedad, recurriendo fundamentalmente a financiación externa para satisfacer el precio de adquisición. La intención es que esta

## 2. TIPOS Y CARACTERES DE LOS SEGMENTOS DEL MERCADO DE FINANCIACIÓN SINDICADA

Los segmentos analizados por los autores del Informe son los tres que se acaban de mencionar. Sin embargo, el hecho de que el segmento INFRA sea considerado ampliamente como un subtipo de *project finance*, en adelante y como sucede a su vez en el informe objeto de estudio, muchas de las referencias se harán conjuntamente al segmento PF/INFRA por compartir grandes similitudes<sup>20, 21</sup>.

### 2.1. *Leveraged Buy-Outs* versus *Project Finance* y financiación de infraestructuras<sup>22</sup>

---

deuda sea amortizada con los ingresos generados por la sociedad adquirida y su grupo. Este tipo de operaciones permite al adquirente contraer un elevado volumen de endeudamiento, lo que facilita las concentraciones y la maximización del beneficio sobre el capital invertido. (...) En la estructura habitual, el inversor utiliza una sociedad de nueva creación (SPV), que es la que adquiere las acciones de la sociedad objetivo (*Target*) y suscribe la financiación de adquisición”. Véase DE CÁRDENAS SMITH, C./ ARLABÁN GABEIRAS, B., “Los esquemas de garantía en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, p. 311. ISBN 978-84-9177-437-2

<sup>20</sup> La financiación de proyectos tiene lugar cuando “un conjunto de acreedores otorga financiación a largo plazo al vehículo de un inversor o conjunto de inversores, cuyo destino exclusivo es financiar la construcción, puesta en funcionamiento y explotación de un proyecto determinado (habitualmente proyectos de infraestructuras, como autopistas, puentes o túneles, o de energía, como plantas de ciclo combinado, eólicas, solares, plantas de regasificación, plantas de tratamiento de residuos, etc.). La característica esencial de este tipo de operaciones es que la financiación se estructura de tal forma que los acreedores tienen únicamente acceso a los ingresos del proyecto, pero no tienen recurso (*non-recourse*) o tienen un recurso limitado (*limited-recourse*) al patrimonio de los promotores, recurso que se desencadena en supuestos muy específicos y por un plazo generalmente breve. Para ello, es frecuente que los promotores constituyan una SPV que será la que suscriba el endeudamiento y ejecute el proyecto, teniendo vedado el desarrollo de otras actividades”. *Ibid.*, p. 320.

<sup>21</sup> Sobre la inclusión del segmento INFRA dentro los contratos de financiación de proyectos véanse 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, Sabadell (Barcelona), 2011, pp. 81-119. ISBN 978-84-9790-890-0; y ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, “Guide to infrastructure financing”, *AFME* [en línea]. 2015. [fecha de consulta: 15 de febrero de 2020]. Disponible en [https://www.afme.eu/Portals/0/globalassets/downloads/publications/AFME-Guide\\_to\\_Infrastructure\\_Financing\(2\).pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/globalassets/downloads/publications/AFME-Guide_to_Infrastructure_Financing(2).pdf)

<sup>22</sup> De acuerdo con el estudio de mercado realizado por los autores del Informe, la distribución de la financiación sindicada en el mercado EMEA en 2017 en función del objetivo del préstamo es la siguiente: objetivos generales empresariales (57%), financiación de adquisiciones no siendo exclusivamente LBO (19%), otros (18%) y financiación de proyectos, tanto PF como INFRA (6%). En cuanto a los mercados de los seis países estudiados, la financiación sindicada en el mismo período para los tres segmentos (i.e. LBO, PF e INFRA) ascendió a un importe de 500 billones de euros, dedicándose a LBO el 50%. Sin embargo, el número de préstamos realizados en el segmento PF/INFRA (973) es superior al de LBO (748). Esto último nos lleva a concluir que las cantidades captadas en los préstamos sindicados de LBO son superiores.

La primera diferencia entre el segmento LBO y el de PF/INFRA, recae sobre la figura del prestatario y/o acreditado. Mientras que en el primer tipo de acuerdo suelen ser compañías, la mayoría de los prestatarios y/o acreditados en el segmento PF/INFRA suelen ser sociedades constituidas ad hoc por los inversores para llevar a cabo dichas operaciones (*Special Purpose Vehicle*, SPV).

En cuanto a otro de los participantes como es el *financial sponsor*, éste es más común en las operaciones de LBO ya que son firmas de inversión de capital privado (*private equity*) que se caracterizan por tener una gran experiencia en los mercados de capitales y el conocimiento para mejorar la actividad operativa de las compañías apalancadas, además de aportar parte del capital necesario<sup>23</sup>. Además de ser menos corrientes, en las financiaciones sindicadas de PF/INFRA la naturaleza de éstos puede variar desde compañías multinacionales o fondos de infraestructuras a empresas públicas<sup>24</sup>.

Como veremos más adelante, la participación o no de los citados *sponsors* en el proceso de creación del préstamo será relevante cuando se analicen las dinámicas competitivas de éste. Esto se debe a que la especialización en captación de financiación y un juicio experto a la hora de evaluar las fuentes de financiación disponibles otorgan a los *sponsors* de un fuerte poder de negociación con el cual pueden acordar términos y reaccionar ante potenciales conductas anticompetitivas de las partes financieras.

Podemos encontrar también distintos grados de sesgo doméstico en función del segmento cuando se trata de acudir a entidades financieras nacionales o extranjeras. El informe revela un mayor sesgo en el segmento PF/INFRA lo que puede dar lugar a que los precios de estos préstamos sean menos competitivos<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> HERNÁNDEZ BENGOA, A./ RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs” en SAAVEDRA ORTIZ, J. J./ SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011, pp. 195-227.

<sup>24</sup> En la financiación sindicada del segmento PF/INFRA el vencimiento más frecuente es superior a los 10 años, mientras que en el segmento LBO será de 5-10 años. Esto se debe a las características y la naturaleza del proyecto o actividad financiada.

<sup>25</sup> CAREY, M./ NINI, G., “Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle”, *The Journal of Finance* [en línea]. 2007, Vol. 62, No. 6, pp. 2969-3007. [fecha de consulta: 15 de febrero de 2020]. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=585742](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585742)



## 2.2. Tipos de procesos de sindicación

Los contratos de financiación sindicada pueden ser categorizados en función de múltiples criterios<sup>26</sup>. En el informe objeto de estudio, se ha optado por distinguir dichos acuerdos en función de su compromiso de financiación: (i) total o *underwritten deal*; (ii) de mejores esfuerzos o *best efforts*; y (iii) *club deal*.

### *Underwritten deals*

El compromiso de financiación total o *underwritten deal* es aquel por el cual las entidades colocadoras (*arrangers*) acuerdan aportar, de forma mancomunada, la totalidad del importe de la financiación por sí solas o con la entrada de otras entidades financieras en la fecha de suscripción del contrato de financiación sindicada. Si llegado el momento no han sido capaces de encontrar y convencer a dichas entidades, las entidades colocadoras deberán cubrir la diferencia con sus propios fondos.<sup>27</sup>

Hasta la suscripción del contrato, tienen lugar dos fases diferenciadas. La primera de ellas se corresponde con la fase de originación consistente en el proceso previo a la formación del grupo bancario o “*lead banking group*”<sup>28</sup>, y generalmente implica la emisión por el prestatario de una solicitud de propuesta o *request for proposal* (RFP) y la respuesta de las entidades financieras a esa RFP<sup>29</sup>. De este modo, las entidades financieras competirán,

---

<sup>26</sup> Estos pueden ser, entre otros: (i) la naturaleza jurídica de la financiación; (ii) la finalidad o causa; (iii) el sistema de amortización; (iv) el orden de prelación de acreedores; (v) el compromiso de financiación; (vi) la sindicabilidad; y (vii) las obligaciones financieras. Véase: MARTÍN BAUMEISTER, B., “Taxonomía del contrato de financiación sindicada”, *Revista jurídica de Castilla y León* [en línea]. 2014, No. 32, p. 5. [fecha de consulta: 17 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4563835&orden=1&info=link>

<sup>27</sup> NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, p. 91. ISBN 978-84-9177-437-2

<sup>28</sup> Los autores del Informe definen el *lead banking group* como aquel grupo de bancos nombrados inicialmente por el prestatario y/o acreditado o el *sponsor* (normalmente conformado por las entidades colocadoras principales o *mandated lead arrangers* -conocidas por sus siglas en inglés, MLA) cuando se prevé una posterior sindicación -tanto en *underwritten* como en *best efforts deals*- o la totalidad del sindicato -*club deals*. Por otro lado, la LMA lo denomina *co-arrangers* siendo descrito como el grupo inicial de entidades financieras que acuerdan proporcionar una parte de los fondos. Véase LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans & Leveraged Finance Transactions”, *LMA* [en línea]. 2013, p. 8. [fecha de consulta: 17 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://www.lma.eu.com/application/files/1614/7749/3386/LMA\\_Guide\\_to\\_Syndicated\\_Loans.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/1614/7749/3386/LMA_Guide_to_Syndicated_Loans.pdf)

<sup>29</sup> La RFP suele ir acompañada de un acuerdo de confidencialidad o *non-disclosure agreement* (NDA).

individualmente o bajo la forma de consorcios, para ser designadas como entidades colocadoras o *arrangers* bajo los términos de la RFP<sup>30, 31</sup>.

En la Ilustración 1 se ha expuesto esta primera fase, donde destaca la figura del *early-bird investor*. Se trata de un inversor, generalmente institucional, que es invitado a las negociaciones iniciales antes de la fase de sindicación general. El motivo de dicha invitación es la obtención de opiniones sobre el apetito del mercado sobre los términos emergentes de la operación, y/o para que se le asigne una parte del importe y a su vez impulsar la posterior comercialización del préstamo.

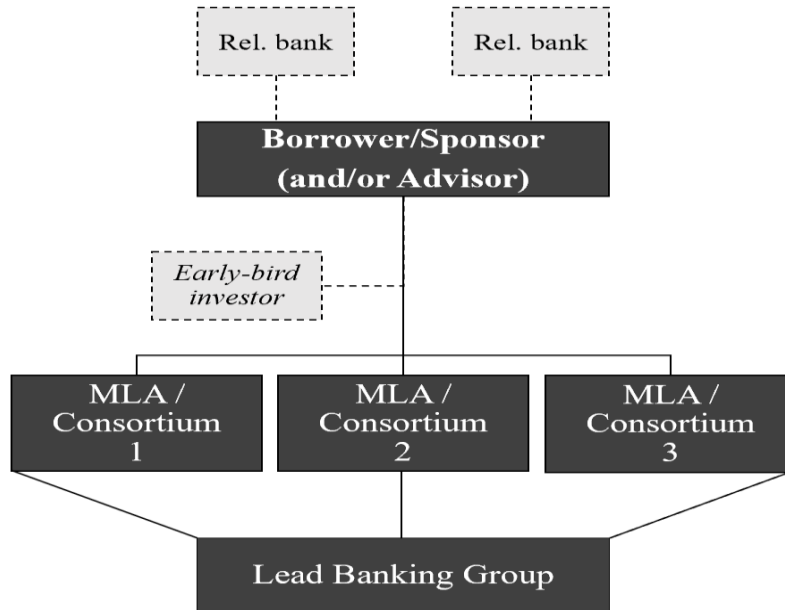
---

<sup>30</sup> BRETZ, O., “Competition law and syndicated loans: identifying the regulatory risks”, *Competition LJ*, 2015, Vol. 14, p. 232.

<sup>31</sup> Las entidades colocadoras o *arrangers* son aquellas entidades financieras “designadas por la financiada para estructurar y obtener los compromisos de aportación de fondos necesarios por parte de otras entidades financieras para la formación de la financiación sindicada, así como para preparar el *information memorandum*. Actuar como entidad colocadora no implica necesariamente que dicha entidad financie la operación si bien en la práctica éstos suelen participar activamente y con participaciones relevantes en la financiación”. Papel más predominante ejerce la entidad colocadora principal o MLA ya que se encarga de “liderar a los *arrangers* en el proceso de estructuración y obtención de los compromisos de aportación de fondos necesarios por parte de las entidades financiadoras para la formación de una financiación sindicada de elevado importe”. Como ya se ha mencionado anteriormente, este rol “no implica necesariamente que dicha entidad financie la operación si bien en la práctica, suelen participar activamente en la financiación” además de designarse a aquellas que “hayan comunicado a la financiada su interés de suscribir los *ticket* o participaciones más elevados, no es de extrañar que se encuentren en esta categoría aquellas entidades financieras de relación de la financiada”. Como contraprestación, estas entidades reciben una comisión de colocación o *arrangement fee*. Véase BADIOLA BERGARA, J., “El proceso de formación de una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 69-70. ISBN 978-84-9177-437-2



Ilustración 1: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de LBO – fase de originación<sup>32</sup>.



Fuente: Elaboración propia a partir de Europe Economics.

La segunda y última fase, de sindicación en el mercado primario, aglutina aquellas actuaciones tendentes a transmitir el riesgo al mercado, y generalmente tiene lugar después de que se hayan presentado las respuestas a la RFP y se haya formado un grupo bancario<sup>33, 34</sup>. En este punto, el grupo bancario junto con el prestatario y/o acreditado acuerdan la estrategia de sindicación, y además, este último asigna distintos roles a cada uno de sus componentes -algunos ya comentados como las entidades colocadoras y

<sup>32</sup> La fase de originación de las financiaciones de compromiso total o *underwritten deals*, se divide a su vez en: (i) fase de análisis, las entidades aseguradoras analizarán la compañía o proyecto objeto de financiación basándose en la información otorgada por el prestatario y/o acreditado o *sponsor* así como la que sea pública; (ii) mandato de las entidades aseguradoras, tanto las entidades colocadoras como el prestatario y/o acreditado “definirán la estructura de la financiación y negociarán sus términos principales (*term sheet*) así como las condiciones del aseguramiento” o compromiso total (carta de mandato); y (iii) negociación y firma de la documentación legal, sobre lo estipulado en la fase anterior “se procederá a la elaboración, negociación y firma de la documentación legal con la que se formalizará la financiación, incluyendo el contrato de financiación, los documentos de garantía...”. Las entidades colocadoras suscribirán la documentación y pondrán a disposición del prestatario y/o acreditado el importe íntegro de la financiación, “sin perjuicio del posterior proceso de sindicación de la misma”. Véase DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Wolters Kluwer, 2012, No. 10, p. 12.

<sup>33</sup> BRETZ, O., “Competition law (...)”, *op. cit.*, p. 231.

<sup>34</sup> A la hora de conformar el *lead banking group*, el prestatario y/o acreditado tendrá en cuenta los siguientes factores: “márgenes, comisiones, *hold-levels*, reputación e historial, la potencial capacidad para proveer de servicios auxiliares en la operación como *swaps*, servicios de pago y de custodia, y el número de entidades de crédito que el prestatario y/o acreditado quiere que formen el sindicato”. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 35.

MLAs<sup>35</sup>. Entre ellos, el *bookrunner*<sup>36</sup>, encargado de organizar la sindicación y de llevar el libro de la sindicación (*bank book*), es decir, de controlar el importe que cada entidad financiera está dispuesta a aportar en el marco de la financiación<sup>37</sup>.

Confrontando las transacciones LBO y PF/INFRA, los *underwritten deals* o de compromiso total constituyen un claro rasgo de los primeros. Los autores del Informe han podido observar cómo en la mayoría de LBOs que han tenido lugar en el marco europeo se ha acudido a este tipo de contratos de financiación sindicada realizando una posterior *sell-down*. Esta preferencia se debe a su mejor adaptación a las características de dicha operación apalancada: el *sponsor* necesita tener disponible unos fondos comprometidos a la hora de pujar por la empresa objetivo en un estrecho período de tiempo<sup>38</sup>.

En los *underwritten deals*, existe un mecanismo fundamental para las entidades colocadoras: el *marketflex*. Dicho instrumento está previsto para el caso en el que la demanda del préstamo y/o crédito sea de un nivel muy inferior (infrasuscripción), haciendo más atractiva la operación mediante un cambio en el precio (al alza), en las cantidades entre tramos o incluso en la documentación. De forma inversa, existe el *reverseflex* -reducción del precio, de las cuotas de participación o *cutback*, etc.- en

---

<sup>35</sup> En esta fase tiene lugar la elaboración del *information memorandum* (IM) por parte de las entidades colocadoras en colaboración con el prestatario y/o acreditado. Una vez terminado, las entidades colocadoras lo pondrán a disposición (acompañado de un NDA ya que la información que contiene no es pública) de las potenciales entidades de crédito que quieran participar en el sindicato. El contenido de este documento, de acuerdo con la LMA, es el siguiente: “un resumen ejecutivo, una descripción comercial del negocio, la gestión y las cuentas del prestatario y/o acreditado, y un modelo financiero, así como los detalles de las condiciones del préstamo propuestas, y normalmente incluye un ejemplar de la *term sheet*. Además, el IM incluirá por lo general una declaración de la entidad colocadora en la que se limita, en la medida de lo posible, su responsabilidad por el contenido de la información contenida en el documento”. Véase LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *op. cit.*, p. 11.

Para una mayor profundización en la documentación requerida en el IM, véase STANDARD & POOR’S, “LCD Loan Primer”, *S&P Global* [en línea]. 2018, p. 10. [fecha de consulta: 18 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.lcdcomps.com/d/pdf/LCD%20Loan%20Primer.pdf>

<sup>36</sup> No es inusual que a una entidad colocadora o MLA se le asigne complementariamente la función de *bookrunner* ya que de esta forma se asegura el control pleno sobre el proceso de sindicación y de que, con limitadas excepciones, no se venda al mismo tiempo ninguna otra deuda del prestatario y/o acreditado al mercado. Véase LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *loc. cit.*

En el Informe y en la Ilustración 2 se hace referencia al *lead left bookrunner*, título asignado a aquella entidad colocadora principal en transacciones de gran volumen para dirigir todo el proceso de sindicación y también recibir así la mayoría de las comisiones.

<sup>37</sup> BADIOLA BERGARA, J., “El proceso de formación (...)”, *op. cit.*, pp. 69-70.

<sup>38</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 28.

beneficio del prestatario y/o acreditado en caso de un nivel muy alto de demanda (sobresuscripción).

En ocasiones, las potenciales entidades de crédito tanteadas por las entidades colocadoras y que quieran unirse a la operación de sindicación, deberán estar incluidas en una lista conformada por el prestatario y/o acreditado denominada *white list*<sup>39</sup>. Su elaboración tiene como objetivo retener el control con respecto a quién puede participar en el préstamo y/o crédito sindicado. Normalmente, se suelen excluir aquellas entidades que puedan causar dificultades en un eventual impago o restructuración, como algunos *hedge funds*<sup>40</sup>, o con las cuales hayan tenido una experiencia negativa<sup>41</sup>.

Por último, es necesario destacar que en esta fase se produce la negociación de los servicios auxiliares (*ancillary services*) entre el grupo bancario y el prestatario y/o acreditado. En la negociación también podrán intervenir otras entidades de crédito que vayan a unirse posteriormente vía sindicación, pero en la mayoría de los casos son asignados a los integrantes del grupo<sup>42</sup>.

---

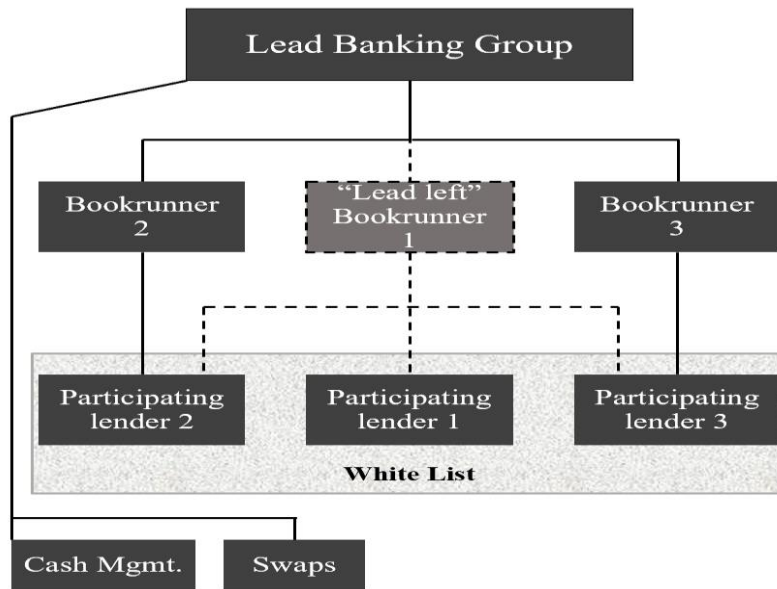
<sup>39</sup> Las *white lists* suelen emplearse en el continente europeo, mientras que en Estados Unidos es más común el uso de *black lists*. En ellas, el prestatario y/o acreditado o el *sponsor* identifica aquellas entidades financieras que no quiere bajo ningún concepto su entrada en la financiación sindicada, y permite al resto su participación. Aunque ambas listas recojan numerosas entidades, la extensión de la *white list* siempre será menor.

<sup>40</sup> ESTEVAN DE QUESADA, C., “«Shadow banking» y la financiación sindicada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año nº 35, No. 145, 2017, pp. 224-226.

<sup>41</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 44.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 61.

Ilustración 2: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de LBO – fase de sindicación en el mercado primario.



Fuente: Elaboración propia a partir de Europe Economics.

### **Best efforts**

Un acuerdo de mejores esfuerzos o *best efforts* es aquel que no está asegurado por las entidades colocadoras, es decir, éstas se comprometen a aportar un determinado importe del préstamo y a hacer todo lo posible para encontrar otras entidades financieras que se comprometan a aportar el importe restante<sup>43</sup>. Sin embargo y a diferencia del *underwritten deal*, las entidades colocadoras en ningún caso responden de que dicho proceso haya sido infructuoso a fecha de suscripción del contrato de financiación sindicada. Por esta razón, estas operaciones se sindicán con anterioridad a dicha suscripción en contraposición también con los *underwritten deals*<sup>44</sup>.

Luego, en este tipo de operaciones el prestatario y/o acreditado se arriesga a no recibir el importe total de la financiación requerida o incluso a su cancelación<sup>45</sup>. De este modo, se

<sup>43</sup> LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *op. cit.*, p. 5.

<sup>44</sup> NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación (...)”, *op. cit.*, p. 93.

<sup>45</sup> Cabe el establecimiento de compromisos de financiación parcial o sindicaciones mixtas, es decir, que una porción del importe se comprometa totalmente mientras que la cantidad restante se aporte a través de *best efforts*. De esta forma, el prestatario y/o acreditado aumenta las probabilidades de recibir finalmente un importe más cercano a aquel que requería y elimina el riesgo de que la operación se cancele. *Id.*

ha venido tradicionalmente empleando por aquellos prestatarios y/o acreditados que deciden asumir un alto nivel de riesgo o para operaciones complejas<sup>46</sup>.

### *Club deal*

Un *club deal* es un sindicato conformado por un número reducido de entidades que incluye exclusivamente a aquellas entidades financieras cuya participación ha solicitado el prestatario y/o acreditado. Dicha invitación normalmente hunde sus raíces en una experiencia y relación comercial previa, razón por la cual en el sector se los conoce como “bancos de relación” o “*relationship banks*”. Además, puede obedecer al deseo del prestatario y/o acreditado de iniciar dicha relación comercial con unas determinadas entidades.<sup>47</sup>

Normalmente, los *club deals* son utilizados para operaciones regionales e importes pequeños de deuda<sup>48</sup> donde todas las entidades financieras “se comprometen a aportar por sí mismas el importe total de financiación en la fecha de suscripción del contrato de financiación sindicada”<sup>49</sup>. Dicho compromiso se mantiene durante la vida del préstamo o crédito ya que lo asumen desde el principio y sin la intención de reducir sus compromisos a través de una posterior sindicación.

En cuanto a la composición y roles de las partes, podemos encontrarnos ante dos alternativas dependiendo del poder de negociación del prestatario y/o acreditado junto con las circunstancias en las que tenga lugar la financiación. En caso de gozar de una posición privilegiada en tal sentido el prestatario y/o acreditado, éste puede gestionar en primera persona el proceso de sindicación con sus *relationship banks* sin tener que mandar a un coordinador<sup>50</sup> o a una entidad colocadora principal<sup>51</sup>. Por otro lado, cuando exista la figura del MLA su rol característico se verá mermado dado que todas las

---

<sup>46</sup> STANDARD & POOR'S, “LCD Loan Primer”, *op. cit.*, p. 10.

<sup>47</sup> NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación (...)”, *op. cit.*, p. 90.

<sup>48</sup> STANDARD & POOR'S, “A guide to the European Loan Market”, *op. cit.*, p. 8.

<sup>49</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Taxonomía del contrato (...)”, *op. cit.*, p. 34.

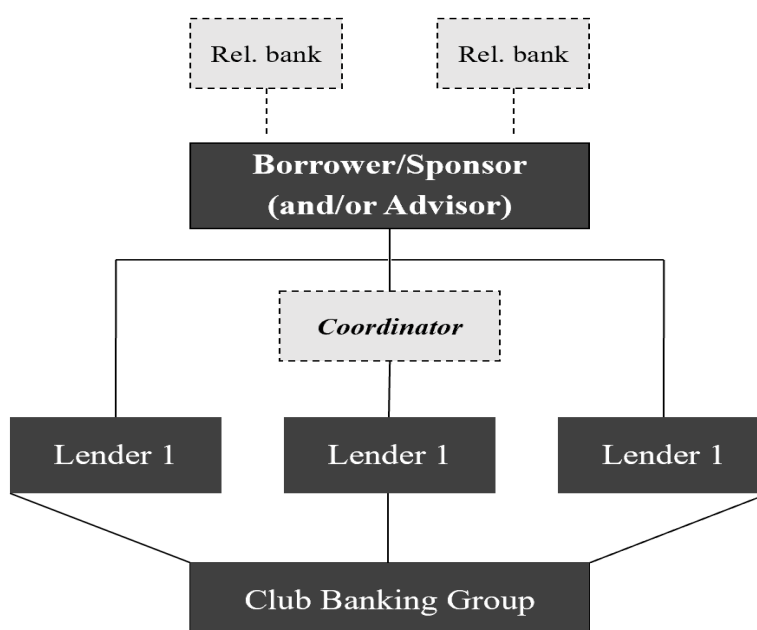
<sup>50</sup> La figura del coordinador (*coordinator*) aparece en aquellos *club deals* donde no es necesaria la asignación de un MLA, pero el prestatario y/o acreditado no quiere dirigir por sí solo toda la interacción con las entidades financieras. De esta forma, el coordinador se encarga de facilitar la transacción y erigirse como enlace con las demás entidades para asegurar la comunicación y el consenso sobre la documentación.

<sup>51</sup> NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación (...)”, *op. cit.*, p. 90.

entidades financieras son tratadas como iguales, o casi como iguales, siendo el MLA el que juega el rol de *primus inter pares* o *first among equals*<sup>52</sup>.

De acuerdo con los datos recogidos en el Informe, este tipo de proceso de sindicación es predominante en el segmento PF/INFRA ya que los *sponsors*, prestatarios y/o acreditados suelen tener un fuerte poder de negociación y el plazo de la operación es lo suficientemente largo para no requerir *underwritten deals*.

*Ilustración 3: Proceso de sindicación para los préstamos/créditos de PF/INFRA – Club deal.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de Europe Economics.*

Tras la suscripción del contrato de financiación sindicada<sup>53</sup>, las entidades colocadoras suelen llevar a cabo un proceso de sindicación en el mercado secundario para dar entrada

<sup>52</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., "Taxonomía del contrato (...)", *op. cit.*, pp. 34-35.

<sup>53</sup> A los títulos y funciones asignadas a los integrantes de la financiación sindicada, surge en esta fase una nueva figura de gran importancia: "Una vez reunido el sindicato de bancos, éste designa de común acuerdo con la parte financiada a la entidad agente (*agent*) — que suele coincidir, aunque no necesariamente, con la entidad colocadora principal—, con el fin de que actúe como comisionista del sindicato, pero en ningún caso como representante del prestatario y/o acreditado. Las funciones de la entidad agente comprenden la interlocución entre las partes, el desembolso de los fondos una vez haya sido verificado el cumplimiento de las condiciones suspensivas del desembolso (*conditions precedent to utilization*), la distribución de los importes abonados por el prestatario, la negociación de novaciones contractuales, la renuncia al cumplimiento de obligaciones contractuales (*waivers*), la verificación de los supuestos de incumplimiento (*events of default*), la ejecución de garantías y, en general, cualesquiera actos de administración del contrato de financiación sindicada. Los servicios de la entidad agente son remunerados mediante la comisión de agencia (*agency fee*)". Véase MARTÍN BAUMEISTER, B., "Taxonomía del contrato (...)", *Ibid.*, p. 5.

a nuevas entidades financieras a través de la reducción de sus cuotas mediante cesiones totales o parciales<sup>54</sup>. A este proceso de reducción de las participaciones en el mercado secundario de sindicación se le califica como *sell-down*. En línea con lo manifestado anteriormente, tendrá lugar en los *underwritten* y *best efforts deals* y muy raramente en los *club deals*.

### 3. NATURALEZA JURÍDICA DEL PRÉSTAMO O CRÉDITO SINDICADO Y COMPATIBILIDAD CON LAS NORMAS DE COMPETENCIA

La concesión de préstamos y/o créditos sindicados por su naturaleza implica que un grupo de entidades financieras que de otro modo son competidores reales o potenciales se reúnan bajo unos términos comúnmente acordados con el fin de proporcionar financiación conjunta y mancomunada a un prestatario y/o acreditado para una operación determinada. Luego, se hace necesaria la cooperación entre las entidades financieras, facilitada a su vez por intercambios de información, y el acuerdo entre éstas y la parte financiada sobre distintos elementos (v.gr. un precio único, una hoja de plazos unificada, etc.)<sup>55</sup>. El resultado se verá plasmado en la suscripción del contrato de financiación sindicada o en el *intercreditor agreement*<sup>56</sup> por parte del sindicato, considerado por la doctrina mayoritaria como un contrato de cooperación atípico<sup>57</sup>.

Ante este negocio jurídico de cooperación horizontal, cabe examinar su compatibilidad con el artículo 101, apartado 1, del TFUE -así como el artículo 1 de la LDC- en tanto que prohíbe los acuerdos y prácticas concertadas que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia. El hecho de que no exista ninguna norma legal o pronunciamiento judicial que aborde esta cuestión, ha dado alas a la confianza del

---

<sup>54</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Taxonomía del contrato (...)”, *op. cit.*, p. 33.

<sup>55</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 148.

<sup>56</sup> De acuerdo con la LMA, dicho documento “*is made between (amongst others) the obligors, the senior lenders, any mezzanine lenders, the trustee for any high yield bondholders, the hedge counterparties and any other subordinated creditors (such as the lenders of any structural intra-group loan). This document sets out the terms of the contractual subordination arrangements in respect of the ranking of the senior facilities ahead of any subordinated creditors. It also restricts the other creditors from taking any enforcement action while the senior facilities remain outstanding and (amongst other things) sets out the mechanics for the majority lenders or any other instructing group to direct the security trustee to take enforcement action*”. Véase LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *op. cit.*, p. 22.

<sup>57</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

sector en que esta materia no se encuentra dentro del ámbito de aplicación de la citada regulación<sup>58, 59</sup>.

En este sentido, es conveniente examinar la postura del informe objeto de estudio respecto a esta materia -aunque no sea la postura oficial de la CE- en tanto que puede erigirse como referencia para futuras actuaciones de las autoridades europeas de competencia. En línea con lo mencionado anteriormente, la cooperación es considerada como intrínseca a la financiación sindicada. Como ya se verá *infra* 4.1.1., los acuerdos o prácticas concertadas que son anticompetitivos por su objeto son los que se considera que, por su propia naturaleza -como un grupo de competidores acordando prestar un servicio a un único precio-, tienen la posibilidad de restringir la competencia sin tener que examinar si existe un efecto restrictivo real. Si bien cada acuerdo debe examinarse en su contexto, en función de los objetivos que pretende alcanzar y del contexto jurídico y económico en el que opera<sup>60</sup>. Dado el contexto de los préstamos sindicados, en la medida en que todo acuerdo o práctica potencialmente restrictiva es inherente a la concesión de la financiación

---

<sup>58</sup> La resolución de la CNMC dictada el 13 de febrero de 2018 solo hace una breve y genérica mención al considerar la sindicación para la financiación como un “marco de coordinación a priori lícito”. Véase Resolución de la Sala de la CNMC, *op. cit.*, p. 89.

<sup>59</sup> Mientras algunos autores esperan a que las autoridades competentes articulen algún tratamiento especial por razón de la materia, éstos abogan por extender la doctrina tradicional de la CNMC en materia de uniones temporales de empresas a la sindicación de préstamos y/o créditos -considerando por tanto el negocio jurídico de cooperación concertado entre las entidades integrantes del sindicato como una unión temporal de empresas financieras. Esta doctrina intercede por la compatibilidad de las uniones temporales con el artículo 1 de la LDC una vez que cada entidad, atendiendo a la operación que se pretende financiar, el perfil de riesgo del prestatario y/o acreditado así como su política interna de riesgo o las regulaciones prudenciales a la que está sujeta la entidad, concluye que no tiene la capacidad necesaria para financiar individualmente la operación. Véase GUTIÉRREZ, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: la Resolución de la CMNC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* [en línea]. 2018, No. 48, pp. 140-143. [fecha de consulta: 4 de abril de 2020]. Disponible en: [https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5810/documento/foro\\_esp\\_09.pdf?id=7886](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5810/documento/foro_esp_09.pdf?id=7886)

Ante una eventual incompatibilidad declarada en relación con el apartado 1 del artículo 101 del TFUE -declarado el acuerdo anticompetitivo-, las entidades podrían esgrimir la exención del apartado 3, cuyos requisitos se verán *infra* 6 o “acogerse a un procedimiento de exención individual o, si los efectos anticompetitivos se consideran de menor importancia, ser objeto de la aplicación de la regla *de minimis* y quedar fuera del ámbito de aplicación de la prohibición”. Véase MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>60</sup> Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a los acuerdos de cooperación horizontal (2011/C 11/01), par. 24-25. Disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011XC0114\(04\)&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011XC0114(04)&from=ES)



sindicada, es probable que sea mucho más apropiado un análisis basado en los efectos restrictivos de la competencia de esos acuerdos o prácticas<sup>61</sup>.

Respecto a dicho análisis, una consideración fundamental es si los prestamistas podrían haber competido individualmente -como la doctrina de la CNMC aplicada a las uniones temporales de empresas-, es decir, si “con arreglo a factores objetivos, no podrían llevar a cabo independientemente el proyecto o la actividad cubierta por la cooperación, debido, por ejemplo, a las limitadas capacidades técnicas de las partes”<sup>62</sup>.

En el caso de los préstamos sindicados, las entidades financieras compiten por diversas funciones o roles en un proceso establecido para la formación del *lead banking group* que normalmente garantizará que se mantenga la tensión competitiva. Además, en última instancia ningún banco podría proporcionar la capacidad necesaria por sí solo. Por tanto, la concesión de un préstamo sindicado mediante dicho proceso no puede tener un efecto anticompetitivo, en la medida en que los prestamistas no hayan incurrido en prácticas potencialmente restrictivas ajenas a ese proceso. No obstante, si en cualquier situación se concluye que la concesión del préstamo sindicado tiene el efecto de restringir o distorsionar la competencia, entonces esos efectos restrictivos pueden ser compatibles con la normativa en la medida en que las entidades financieras puedan demostrar que se cumplen las condiciones del apartado 3 del artículo 101 (vid. *infra* 6.1.).

Por consiguiente, los elementos inherentes al proceso de financiación sindicada de conformidad con las instrucciones y el mandato del prestatario y/o acreditado, quedan

---

<sup>61</sup> A veces, se considera que esas restricciones quedan totalmente fuera del apartado 1 del artículo 101 sobre la base de que son directamente relacionadas y necesarias para el buen funcionamiento de la provisión de la financiación de conformidad con el contrato de financiación sindicada. Asimismo, a la hora de evaluar el contexto general y para toda determinación de si un acuerdo o práctica que forma parte de la prestación de un préstamo sindicado tiene un objeto o efecto anticompetitivo, hay que recordar que los prestamistas suelen cooperar de conformidad con las instrucciones o el claro mandato de un prestatario para examinar el préstamo y/o crédito y compartir información, y en interés del prestatario para garantizar la financiación. Esas instrucciones de la parte financiada, la transparencia y/o el consentimiento demuestran la falta de un propósito anticompetitivo y la ausencia de una intención anticompetitiva, que si bien no es determinante para determinar si un acuerdo es anticompetitivo por su objeto, es un factor muy importante en su evaluación. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 149.

<sup>62</sup> Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del (...), *op. cit.*, par. 30.

fuera del artículo 101.1 del TFUE o, lo que es más probable, pueden beneficiarse de su apartado tercero<sup>63</sup>.

#### 4. CONDUCTAS IDENTIFICADAS COMO POTENCIALMENTE ANTICOMPETITIVAS

Una vez concluido que el negocio jurídico de cooperación de la financiación sindicada es compatible con la normativa de competencia, se han de contrastar ahora aquellos acuerdos o prácticas concertadas y otras conductas potencialmente restrictivas que podrían facilitarse mediante el proceso de financiación sindicada o que podrían producirse en dicho contexto, pero que quedan fuera de las instrucciones o el mandato de los prestatarios o que, por otra parte, no son inherentes al préstamo y/o crédito sindicado ni constituyen un elemento necesario del mismo.

##### 4.1. Conductas

###### 4.1.1. *Acuerdos horizontales de cooperación para limitar la oferta durante el proceso de originación y sindicación*<sup>64</sup>

Aquellos acuerdos entre las entidades financieras que tengan por objeto una restricción de la oferta durante los procesos de originación y sindicación, ya sea mediante su no participación o evitando que otras entidades puedan entrar en el proceso de financiación así como no incrementar su participación cuando actuando de forma autónoma sí lo

---

<sup>63</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 149.

<sup>64</sup> En este apartado se van a analizar aquellos intercambios horizontales de información que resultan en acuerdos colusorios, mientras que en el siguiente se analizarán aquellos que constituyen prácticas concertadas restrictivas de la competencia.

harían<sup>65</sup>, suponen un claro ejemplo de conducta anticompetitiva a la luz del artículo 101 del TFUE en términos de colusión<sup>66</sup> y coordinación.

Esta práctica comprende únicamente la primera modalidad de acuerdo prohibido por el apartado 1 del citado artículo, es decir, aquellos acuerdos que supongan restricciones de la competencia por el objeto -por su propia naturaleza. De acuerdo con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) dicha naturaleza se desprende de su contenido, la finalidad objetiva que pretende alcanzar, así como el contexto económico y jurídico en que se inscribe<sup>67</sup>.

La mayoría de tales prácticas se basan en la reciprocidad, es decir, en llegar a acuerdos a cambio de futuras operaciones. Además, estudios recientes han demostrado que tal carácter no solo ayuda a establecer el comportamiento colusorio, sino también a hacerlo sostenible en el tiempo<sup>68</sup>. Estos acuerdos recíprocos colusorios pueden tener presencia en dos momentos diferenciados tales como la originación y la sindicación general.

En cuanto a la fase de originación, la lucha contra la colusión o manipulación del procedimiento de licitación, conocida en inglés como *bid-rigging*<sup>69</sup>, por parte de las

---

<sup>65</sup> Durante la fase de originación podrían realizarse acciones entre las entidades financieras reveladoras de un acuerdo entre oferentes y que podría ser anticompetitivo. Estamos hablando, entre otras, de las promesas realizadas entre oferentes para abandonar la originación a cambio de tramos durante el proceso de sindicación. Del mismo modo sucede respecto a los “premios de consolación” a aquellas entidades que no han entrado a formar parte del grupo bancario. Véase BRETZ, O., “Competition law (...)”, *op. cit.*, p. 234.

<sup>66</sup> Las conductas colusorias suelen tener como objetivos principales alcanzar un precio superior al que se derivaría de una procedimiento competitivamente libre o el reparto del mercado (en términos geográficos o de clientes). Éstas comprenderán “aquellas conductas o prácticas empresariales mediante las cuales los agentes económicos independientes entre sí coordinan su actividad en el mercado, sustituyendo por tanto la libre y personal autonomía empresarial en la adopción de sus decisiones por alguna forma -más o menos explícita, más o menos global- de concertación”. Véase DÍEZ-ESTELLA, F./ GUERRA FERNÁNDEZ, A., “Comentario del art. 1 de la LDC” en FOLGUERA CRESPO, A./ GUTIÉRREZ HERNÁNDEZ, A./ MASSAGUER FUENTES, J./ SALA ARQUER, J.M. (directores), *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2010. ISBN 978-84-470-3406-2

<sup>67</sup> Véanse, entre otros, los asuntos acumulados C-501/06 P y otros, *GlaxoSmithKline*, considerando 58 o el asunto C-209/07, *BIDS*, considerandos 15 y ss. Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del (...), *op. cit.*, par. 24.

<sup>68</sup> IRIS, D./ SANTOS-PINTO, L., “Tacit Collusion under Fairness and Reciprocity”, *Cahiers de Recherches Economiques du Département d'économie, Université de Lausanne* [en línea]. 2008. [fecha de consulta: 20 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.econstor.eu/obitstream/10419/98501/1/749752203.pdf>

<sup>69</sup> Véase, como ejemplo, la Sentencia del Tribunal General (Sala Octava) de 16 de junio de 2011, *Gosselin Group NV* (Asunto T-208/08) y *Stichting Administratiekantoor Portielje* (Asunto T-209/08) contra Comisión Europea. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008TJ0208&from=ES>

instituciones tiene ya un amplio recorrido<sup>70</sup>. En el caso español y dentro de los procedimientos de contratación pública, la CNMC advierte de distintas prácticas de colusión entre oferentes como “posturas encubiertas”, “supresión de propuestas” y “rotación del ganador”<sup>71, 72</sup>.

Por último, la fase de sindicación general puede crear algún tipo de riesgo anticompetitivo si el MLA o las entidades colocadoras ejercieran alguna influencia en la selección de las entidades financieras para formar parte del sindicato (e.g. en la conformación de la *white list*). En tal caso se podría facilitar el comportamiento colusorio al permitir la reciprocidad. Los acuerdos nacidos de tal comportamiento que, como ya se ha explicado anteriormente, tengan como objeto la limitación de la oferta o la exclusión de los competidores para competir en el mercado constituirán prácticas anticompetitivas sancionadas por el artículo 101 del TFUE.

#### 4.1.2. Intercambio horizontal de información durante el proceso de originación y sindicación

Durante las fases de originación y sindicación pueden tener lugar intercambios horizontales de información. Sin embargo, algunas de sus manifestaciones son susceptibles de ser calificadas como anticompetitivas si resultan en prácticas concertadas restrictivas de la competencia en tanto que perjudiquen al prestatario y/o acreditado así como al mercado.

---

<sup>70</sup> Véase el comunicado de prensa de la CE, de 21 de octubre de 1998, en el cual informa de la imposición de fuertes multas por fijación de precios y manipulación de licitaciones en el cártel de tuberías de calefacción urbana: “*Commission imposes heavy fines for price fixing and bid-rigging in district heating pipe cartel*”: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_98\\_917](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_98_917) [fecha de consulta: 21 de marzo de 2020].

<sup>71</sup> COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, “Guía sobre Contratación Pública y Competencia”. CNMC [en línea]. 2011, pp. 35-37. [fecha de consulta: 21 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.cnmc.es/guias-y-recomendaciones>.

<sup>72</sup> Igualmente conocidas como “presentación de ofertas simbólicas”, “técnica banquillo” y “rotación de ofertas” respectivamente. Véase, para una mayor profundización, MOREO MARROIG, T., “La colusión en la contratación derivada” en *Manual para la utilización de los Acuerdos marco y figuras relacionadas*, 1ª ed. Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2014. ISBN 978-84-9059-066-9

a. Con riesgos de comportamiento colusorio

En la fase de originación<sup>73</sup> suele producirse un proceso competitivo, iniciado y según los términos contenidos en la RFP, para que las entidades financieras compitan o bien por el mandato de entidad colocadora principal o bien por otros títulos de los indicados en la solicitud. Mientras tiene lugar este proceso, habrá que analizar los intercambios de información ocurridos en dos niveles: (i) entre integrantes potenciales del grupo bancario y el mercado de posibles participantes -intercambio de información específica o detallada sobre el comportamiento futuro de la entidad y las conocidas como *market soundings*; y (ii) entre las entidades financieras potencialmente competidoras. Estos intercambios de información pueden dar lugar a prácticas concertadas entre los competidores con posibles efectos restrictivos en la competición<sup>74</sup>.

En el primer caso, hay que situarse en la etapa previa a la RFP cuando aún no ha habido ningún tipo de contacto entre la entidad financiera y la financiada. Los departamentos de sindicación de dichas entidades podrían reunir información general sobre el mercado a fin de comprender el apetito potencial de participación en las posibles oportunidades de financiación que aparezcan. Sin embargo, al reunir dicha información las entidades deben cuidarse de no intercambiar información específica y detallada sobre el comportamiento

---

<sup>73</sup> Véase el procedimiento interno de una entidad financiera para dar respuesta a la RFP emitida por el prestatario y/o acreditado en MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>74</sup> La CE define la práctica concertada como aquella “forma de coordinación entre las empresas mediante la cual estas, sin haber llegado nunca a la realización de un acuerdo propiamente dicho, sustituyen conscientemente los riesgos de la competencia por una cooperación práctica entre ellas”. Véase Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del (...), *op. cit.*, par. 60.

De acuerdo con algunos autores, “para que exista una práctica concertada basta que la actuación de varias empresas en el mercado ponga de manifiesto que tal actuación no puede ser explicada sin una coordinación consciente entre las empresas implicadas”. Véase BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “Protección de la libre competencia” en *Manuales Universitarios. Apuntes de Derecho Mercantil*, 19ª ed. Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2018. ISBN 978-84-9197-311-9

La doctrina jurisprudencial al respecto puede observarse en asuntos como la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta) de 8 de julio de 1999, Comisión de las Comunidades Europeas contra *Anic Participazioni SpA* (Asunto C-49/92 P), disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:61992CJ0049&qid=1586690290656&from=ES>; y la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 4 de junio de 2009, *T-Mobile Netherlands BV, KPN Mobile NV, Orange Nederland NV y Vodafone Libertel NV* contra *Raad van bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit* (Asunto C-8/08), considerando 26. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0008&qid=1586690423592&from=ES>

Por último, debemos resaltar que las conductas anteriormente citadas como “Acuerdos horizontales de cooperación para limitar la oferta durante el proceso de originación y sindicación” también pueden ser prácticas concertadas en tanto no medie acuerdo, pero sí tal forma de coordinación. En especial, destacan como prácticas concertadas habituales las técnicas mencionadas en relación con el *bid-rigging* (*supra* 4.1.1).

futuro de otros bancos que podría influir en su competitividad. La FCA ya sancionó este tipo de intercambios de información en 2011, cuando el *Royal Bank of Scotland* divulgó unilateralmente a *Barclays* información confidencial genérica y específica sobre los precios futuros de los productos de préstamo, información que *Barclays* tuvo en cuenta para fijar sus precios más adelante<sup>75</sup>.

Una vez recibida la RFP, los departamentos de originación de las entidades destinatarias pueden sentirse tentados o incluso directamente instruidos por el comité de créditos para llevar a cabo sondeos de mercado o *market soundings* entre otras entidades con el fin de calibrar el apetito por una futura sindicación<sup>76</sup>. Sin embargo, en el momento en que se envía la solicitud de propuesta a los bancos el prestatario no ha formado ningún grupo bancario y esos sondeos de mercado podrían convertirse en un conducto de información sobre tipos de interés y comisiones que podría influir en las respuestas individuales de los bancos a la RFP<sup>77, 78</sup>.

Por otro lado, puede existir un segundo escenario en el cual se requiera que el proceso competitivo de RFP no se haga de forma bilateral con el prestatario y/o acreditado. Esta situación es característica de aquellos préstamos o créditos cuyo precio y apetito son completamente inciertos. Ante ese escenario, resulta legítimo que una entidad financiera necesite saber el apetito -sobre niveles de precio, capacidad de financiación, estructura, etc.- de otras entidades con respecto a la operación<sup>79</sup>. Sin embargo, al incluir dicho

---

<sup>75</sup> Véase la nota de prensa de la *Office of Fair Trading* de 30 de marzo de 2010: “*RBS agrees to pay £28.5 million penalty for disclosing pricing information to competitor*”: <https://www.gov.uk/cma-cases/loan-products-to-professional-service-firms-investigation-into-anti-competitive-practices> [fecha de consulta: 25 de marzo de 2020].

<sup>76</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>77</sup> BRETZ, O., “Competition law (...)”, *op. cit.*, p. 234. Es importante comprobar que el NDA que acompaña al RFP permite esos sondeos del mercado y, en caso contrario, solicitar un *waiver* escrito y específico del prestatario y/o acreditado. *Id.*

<sup>78</sup> La LMA ya avisaba en 2014 a las entidades financieras sobre posibles prácticas del sector en las cuales había un elevado riesgo de sucumbir en conductas anticompetitivas. Entre éstas se encuentran tanto los sondeos de mercado como otras de las que ya se han hablado y se hablarán a continuación. Véase nota de la LMA de 30 de mayo de 2014: “*Notice on the application of the competition law to syndicated loan arrangements*”:

[https://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice\\_on\\_the\\_Application\\_of\\_Competition\\_Law\\_to\\_Syndicated\\_Loan\\_Arrangements.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf) [fecha de consulta: 25 de marzo de 2020].

<sup>79</sup> Con el fin de evaluar, tanto para los descritos intercambios de información como para el actual, si se han producido efectos restrictivos de la competencia o una de las excepciones del artículo 101.3 del TFUE se deben analizar los siguientes factores: la disponibilidad de la información (si es pública o se ha obtenido gracias a la experiencia en operaciones pasadas de la entidad financiera), el consentimiento del prestatario y/o acreditado, “si la concentración es alta o baja, el nivel de transparencia, la estabilidad del mercado o su complejidad o simetría”. Véase ÓSKARSDÓTTIR, T.Ó., “*Syndicated Lending and Antitrust*”, *Lund*

intercambio de información datos estratégicos éste puede constituir una práctica concertada si merma la incertidumbre estratégica en el mercado al reducir la autonomía de la conducta de los competidores y sus objetivos para competir<sup>80</sup>.

Finalmente, el informe revela un potencial riesgo anticompetitivo en la fase de originación en relación con la prestación de servicios auxiliares. Dicho riesgo sobreviene cuando el prestatario y/o acreditado haya establecido procedimientos competitivos individuales, y las entidades financieras discuten y/o acuerdan entre ellas, antes de hacer sus ofertas, que cada una de ellas haga de la prestación de servicios auxiliares un requisito de su disposición a financiar la operación<sup>81</sup>.

b. Para imponer precios más altos a través del *marketflex*

En línea con lo descrito *supra* 2.2., esta disposición contractual solo se encontrará presente en las operaciones de financiación sindicada de compromiso total o *underwritten deals*<sup>82</sup>. El *marketflex* se encuentra recogido en el contrato de financiación suscrito por las entidades colocadoras, pero las negociaciones con respecto a este son muy anteriores en tanto que debe figurar en la carta de mandato.

---

University, Faculty of Law, Master Thesis [en línea]. 2018, p. 32. [fecha de consulta: 25 de marzo de 2020]. Disponible en: <http://lup.lub.lu.se/student-papers/record/8947974>

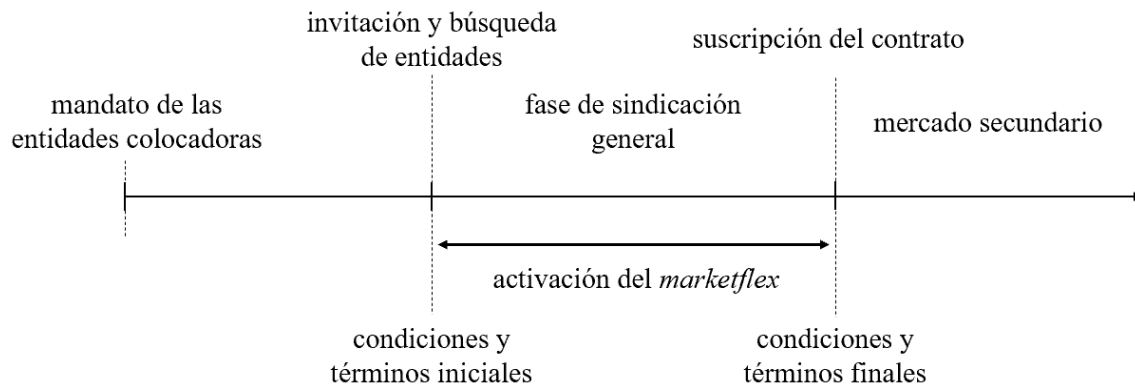
<sup>80</sup> Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del (...), *op. cit.*, par. 61.

<sup>81</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 184.

Los autores del Informe también advierten de que la fijación de forma conjunta por las entidades participantes en la financiación sindicada de la remuneración y la *term sheet* no apareja de forma automática la prestación de servicios auxiliares por parte de dichas entidades.

<sup>82</sup> En términos de *pricing*, el *marketflex* puede categorizarse en “*upward flex*” en casos de infrasuscripción para incrementar los márgenes del préstamo y/o crédito; o a la inversa, “*reverse flex*” para aquellos casos de sobreescripción. Véase Thomson Reuters Practical Law. [en línea] *Loan Pricing: Market Flex v. Reverse Flex*, 13 de junio de 2012 [fecha de consulta: 26 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-519-8611?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-519-8611?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

Ilustración 4: Proceso de sindicación con especial atención al “marketflex”.



Fuente: Bruche et al.<sup>83</sup>

Los intercambios horizontales de información, en este caso entre entidades colocadoras o MLA, que tengan por objeto el uso del *marketflex* fuera de lo acordado contractualmente y que no refleje el *feedback* real del mercado (e.g. concertando el uso del *marketflex* para aumentar los precios a pesar de que la operación de financiación es factible sin su uso) tienen un elevado riesgo de ser calificados como conducta anticompetitiva<sup>84</sup>. Además, serían anticompetitivos por el objeto en virtud de la naturaleza de su contenido<sup>85</sup>.

#### 4.1.3. Abuso de posición de dominio colectiva para imponer condiciones y precios no competitivos

El Artículo 102 del TFUE y el artículo 2 de la LDC prohíben los abusos de posición dominante, tanto de forma individual como colectiva<sup>86</sup>. A partir del concepto de posición

<sup>83</sup> En algunos estudios se ha podido observar que los préstamos *high yield* y los préstamos que financian adquisiciones o LBOs tienen más probabilidades de experimentar una flexibilización de los precios y que la dirección probable en que se flexibilizan los diferenciales se relaciona con las entradas netas en *high yield mutual funds* y CLOs. Aquellas salidas netas que indican una baja demanda agregada tienen más probabilidades de estar asociadas con un *upward flex* de los márgenes. Una posible razón podría ser la complejidad de estos préstamos, ya que a las entidades colocadoras les puede resultar más difícil anticipar la verdadera demanda del préstamo. Véase BRUCHE, M./ MALHERBE, F./ MEISENZAHN, Ralf R., “Pipeline risk in leveraged loan syndication”, *Finance and Economics Discussion Series 2017-048* [en línea]. 2017, pp. 55-57. [fecha de consulta: 27 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017048pap.pdf>

<sup>84</sup> BRETZ, O., “Competition law (...)”, *op. cit.*, pp. 234-235.

<sup>85</sup> Esta práctica también tiene, por otro lado, fuertes desincentivos ya que la activación del *marketflex* implica, en la mayoría de los casos, la pérdida parcial de las *arrangement fees* e incluso un daño reputacional. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 182.

<sup>86</sup> Se ha de precisar que no se prohíbe la posición de dominio en un determinado mercado, sino el abuso que a raíz de ésta se puede llevar a cabo. Como abuso se puede entender aquel “perjuicio injustificado a los otros participantes en el mercado -proveedores, clientes o competidores- mediante actuaciones que no se



dominante establecido por el TJUE, en asuntos como *United Brands*<sup>87</sup>, el informe ha decidido advertir sobre posibles conductas anticompetitivas a través de esta práctica en tres momentos distintos del proceso de sindicación: (i) durante el proceso competitivo de licitación en respuesta a la RFP por parte de un consorcio de entidades financieras; (ii) en la fase de negociación de los términos finales de la financiación por parte del sindicato; y (iii) durante las negociaciones de una refinanciación en condiciones de incumplimiento (*default*).

Se ha de destacar que los autores del Informe no llegan a realizar siquiera un análisis superficial de los dos primeros escenarios<sup>88</sup>, por lo que nos vemos en la obligación de completar el análisis de esta práctica anticompetitiva que tiene lugar en el mercado primario *infra* 5.1.

Por otro lado, sí ha merecido un mayor detenimiento en su análisis cuando el prestatario y/o acreditado se encuentra negociando una refinanciación en condiciones de incumplimiento (*default*)<sup>89</sup>. La posición de dominio colectiva surge del estrechamiento que puede sufrir el mercado relevante en dicha circunstancias, es decir, que las opciones

---

habrían podido llevar a cabo si existiera una competencia efectiva”. Véase BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “Protección de la libre competencia”, *op. cit.*, S.P.

<sup>87</sup> “Posición de poder económico de una empresa que le permite obstaculizar el mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado de referencia, al darle la posibilidad de actuar en buena medida independientemente de sus competidores, de sus clientes y en definitiva de los consumidores”. Véase Asunto 27/76, *United Brands Company* y *United Brands Continentaal*/Comisión, Rec. 1978, p. 207, apartado 65. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:61976CJ0027&from=ES>

<sup>88</sup> En el primero de los escenarios planteados, habrá un abuso de posición de dominio colectiva cuando el consorcio sea capaz de incrementar los precios significativamente a través de intercambios de información y coordinación entre sus miembros gracias a su posición de poder. Respecto al segundo, cuando el sindicato haga uso de un poder de negociación en calidad de único (conjunto) proveedor de la financiación para coordinar las negociaciones en contra del prestatario y/o acreditado a la hora de acordar los términos finales. Este último caso dependerá del proceso elegido por el prestatario y/o acreditado para negociar los términos de la financiación (si se llega a un acuerdo antes de las fase de sindicación general entre el grupo bancario y el prestatario y/o acreditado, el sindicato tendrá poco margen más adelante) y de la interacción permitida entre los componentes del sindicato. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 173.

<sup>89</sup> En los contratos de financiación sindicada siempre se dispone una cláusula de “*Events of Default*” como medio de protección a los acreedores, de tal forma que ante determinadas circunstancias o eventos que hayan ocasionado que las manifestaciones y garantías “no son o han dejado de ser ciertas” o que los *covenants* han sido incumplidos, “los acreedores se reservan el derecho de declarar el vencimiento anticipado de la financiación y exigir el reembolso inmediato de todas las cantidades así debidas”. Véase MANZANARES SECADES, A., “El desenvolvimiento de la vida de una financiación sindicada, circunstancias sobrevenidas y supuestos de incumplimiento: la protección de los acreedores”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 414-415. ISBN 978-84-9177-437-2

para obtener financiación por parte del prestatario y/o acreditado en dificultades financieras sean muy limitadas<sup>90</sup>. En estas circunstancias, el abuso de dicha posición podría manifestarse a través de una imposición directa de precios no equitativos y/o subordinando la refinanciación a prestaciones suplementarias, sin estar objetivamente justificados<sup>91</sup> -letras “a” y “d”, respectivamente, del artículo 102 del TFUE.

Especial atención merecen aquellas prácticas conocidas comúnmente como “*tying*” y “*bundling*” de servicios auxiliares<sup>92</sup>, como puede ser la contratación de derivados de cobertura o *hedging services*. En caso de que el prestatario y/o acreditado no esté dispuesto a aceptar las prestaciones suplementarias y las entidades financieras que conforman el sindicato decidan no conceder la refinanciación, habrá de probarse que dicha decisión fue tomada de forma independiente a la tomada por el prestatario y/o acreditado para evitar cualquier sugerencia de boicot colectivo<sup>93</sup>. Estas prácticas serán analizadas con más detalle *infra* 4.1.5.

#### 4.1.4. Explotación de las asimetrías de información y de las relaciones verticales

En este punto se van a analizar una serie de conductas que no constituyen prácticas anticompetitivas, pero que sí pueden suponer un perjuicio a la naturaleza competitiva de la financiación sindicada.

En los mercados crediticios, los problemas de información asimétrica surgen cuando los prestatarios disponen de información privada sobre su solvencia que no es observable por

---

<sup>90</sup> En caso de que el prestatario y/o acreditado halle entidades financieras que no ostenten ninguna cuota del préstamo y/o crédito sindicado dispuestas a refinanciarlo (*bilateral lenders*), cualquier discusión o comunicación entre éstas y aquellas entidades que conforman el sindicato deberán evitarse ya que las primeras tienen que tomar sus propias decisiones de forma independiente. Véase BRETZ, O., “Competition law (...)”, *op. cit.*, p. 235.

<sup>91</sup> *Id.*

<sup>92</sup> “La vinculación (*tying*) consiste en condicionar la compra de un bien (*the tying good*) a la compra de otro (*the tied good*), mientras que la venta por paquetes (*bundling*) se refiere a la venta de dos productos juntos. La venta por paquetes puede ser pura (los productos sólo están disponibles juntos) o mixta (también están disponibles por separado). Por lo tanto, cuando la vinculación está en funcionamiento, el producto vinculado puede comprarse solo, mientras que cuando la venta por paquetes pura está en funcionamiento esto es imposible”. Véase GUAL, J./ HELLWIG, M./ PERROT, A./ POLO, M./ REY, P. (coord)/ SCHMIDT, K./ STENBACKA, R., “An economic approach to Article 82”, *Economic Advisory Group on Competition Policy, DG Competition* [en línea]. 2005, p. 38. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://ec.europa.eu/dgs/competition/economist/eagcp\\_july\\_21\\_05.pdf](https://ec.europa.eu/dgs/competition/economist/eagcp_july_21_05.pdf)

<sup>93</sup> BRETZ, O., “Competition law (...)”, *loc. cit.*

los prestamistas<sup>94</sup>. La financiación sindicada no es una excepción a este problema ya que las entidades colocadoras y/o *bookrunners*, que tienen acceso a la información privada del prestatario y/o acreditado y son las encargadas de distribuir dicha información a otras entidades, podrían perpetrar una manipulación del proceso de información ya sea en su elaboración como en su distribución para beneficiarse<sup>95</sup>.

Durante la fase de sindicación general, las entidades colocadoras así como los *bookrunners* comparten el IM<sup>96</sup> -realizado previamente de forma conjunta con el prestatario y/o acreditado- con aquellas entidades que potencialmente podrían adquirir una de las cuotas en las que se divide la financiación. Además, si la entidad financiera mostrara un gran interés por la operación podrá solicitar más información de las entidades colocadoras o los *bookrunners*. Algunos estudios demuestran que es más probable que las entidades colocadoras o MLAs cubran en mayor medida sus exposiciones al riesgo de crédito que otros miembros del sindicato, lo que se podría interpretar como un reflejo de la asimetría de información<sup>97</sup>. Luego, es importante que tanto el prestatario y/o acreditado como los comités de crédito (*credit committees*) de las potenciales entidades participantes supervisen y perciban, respectivamente, cualquier asimetría de la información<sup>98</sup>.

---

<sup>94</sup> GAUL, L./ STEBUNOV, V., “Ownership and Asymmetric Information Problems in the Corporate Loan Market: Evidence from a Heteroskedastic Regression”, *Office of the Comptroller of the Currency, Economics Working Paper* [en línea]. 2009, p. 2. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/economics-working-papers/files/2000-2009/economic-working-paper-2009-1.html>

<sup>95</sup> De acuerdo con Lewis Gaul y Viktors Stebunovs: “*In a syndicated lending arrangement, two types of asymmetric information potentially exist: (1) borrowers may have private information regarding their creditworthiness that is unobservable to lenders, and (2) lead lenders may acquire private information regarding the borrowers’ credit worthiness that is unobservable to participant lenders. Standard adverse selection and/or moral hazard problems arise from both types of asymmetric information problems, and ownership by lenders is predicted to overcome problems arising from both types of asymmetric information problems*”. *Ibid.*, p. 5.

La información asimétrica constituirá un problema en tanto origine las consecuencias negativas propias de la *adverse selection* y *moral hazard*. Múltiples autores han demostrado la existencia de problemas de información asimétrica en la financiación sindicada, así “Ivashina (2008) aporta pruebas de que el aumento de los intereses de propiedad retenidos por los *lead lenders* mitiga los problemas de información asimétrica entre los *lead lenders* y los *participant lenders* en los préstamos sindicados”. *Id.*

<sup>96</sup> Aunque el IM suele ser por definición un documento privado y que por tanto, se acompaña con un NDA, éste también puede disponer de una versión “pública” -que sólo contiene información de dominio público- para aquellos inversores que quieren negociar libremente en el mercado de capitales. Véase LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *op. cit.*, p. 20.

<sup>97</sup> ALDASORO, I./ BARTH, A., “Syndicated loans and CDS positioning”, *BIS, Working papers* [en línea]. 2017, No. 679, p. 3. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/work679.pdf>

<sup>98</sup> El comité de créditos tiene, entre otras funciones, la de evaluar una solicitud de financiación y aprobar o denegar dicha solicitud. Véase EUROPEAN BANKING AUTHORITY, “Draft Guidelines on loan

Por último, cualquier vínculo -como el de propiedad- entre las entidades colocadoras y los potenciales participantes del sindicato también podría transmitir ventajas en cuanto a información a estos participantes a expensas de sus competidores e influir en la fijación de precios competitivos. Luego, la integración vertical de los participantes en el proceso de sindicación podría suponer otro de los perjuicios a la naturaleza competitiva de la financiación sindicada.

#### 4.1.5. Vinculación de servicios auxiliares

La concesión de un préstamo y/o crédito sindicado suele ir acompañado de la prestación de otros servicios auxiliares. Tales servicios pueden estar directamente relacionados bien con la financiación (e.g. *hedging services* para cubrirse ante fluctuaciones en los tipos de interés o de cambio de las divisas) bien con las actividades que se financian, como podrían ser los servicios de administración de caja o de garantías<sup>99</sup>.

Los autores del Informe han dedicado buena parte de su análisis a la contratación de derivados extrabursátiles de cobertura de tipos de interés en línea con el afán de la Comisión y otras autoridades en este mercado debido a su importancia<sup>100</sup>. De acuerdo con

---

origination and monitoring”, *EBA Consultation Paper* [en línea]. 19 de junio de 2019. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2831176/3bc64e01-a4d1-4c7e-92d4-1dd84f4b234c/CP%20on%20GLs%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring.pdf>

Dicho comité tiene requerimientos muy estrictos de información llevándolos a requerir información adicional si lo creen conveniente y a utilizar información comparable de otras operaciones tanto propias como del mercado. Cabe subrayar que una posible manipulación del mercado en el proceso de *sell-down* tendría, muy probablemente, los días contados ya que tras la suscripción del contrato todos los integrantes del sindicato reciben la misma información sobre el progreso de la operación.

<sup>99</sup> Los servicios auxiliares adquiridos con más frecuencia son los: de derivados de cobertura, de custodia y/o de administración de garantías, de administración de caja y *forex services*. Mientras que la contratación de derivados de cobertura en el cambio de interés o en el tipo de cambio puede realizarse con varias entidades, el resto de los servicios suelen adjudicarse a una única entidad financiera. Es más, la administración de caja suele adjudicarse a un banco de relación y geográficamente próximo (local) al prestatario y/o acreditado. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, pp. 48-53.

<sup>100</sup> Así se desprende del comunicado de prensa de la CE, el 4 de diciembre de 2013, a través del cual anuncia la multa impuesta a Deutsche Bank, RBS y Société Générale por coludir en el mercado de derivados junto con otras entidades financieras. Véase nota de prensa de la CE de 4 de diciembre de 2013: “*Commission fines banks € 1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivatives industry*”: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_13\\_1208](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_13_1208) [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020]. Las otras entidades financieras integrantes del cartel y que decidieron no colaborar con la CE (Crédit Agricole, HSBC y JPMorgan Chase) fueron también multadas en 2016. Véase nota de prensa de la CE de 7 de diciembre de 2016: “*Commission fines Crédit Agricole, HSBC and JPMorgan Chase € 485 million for euro interest rate derivatives cartel*”: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_16\\_4304](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4304) [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020].

la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*<sup>101</sup>, la contratación de este tipo de instrumentos es una práctica habitual en las financiaciones sindicadas dado que la mayoría de entidades financieras exigirán al prestatario y/o acreditado que se comprometa a contratar una cobertura del tipo de interés, normalmente dentro de un determinado período de tiempo tras la finalización de la adquisición, con respecto a un porcentaje predeterminado de la deuda financiada y durante un período de tiempo predeterminado<sup>102,103</sup>.

Además de su naturaleza, es importante evaluar el momento en el cual se negocia la prestación de éstos así como el proceso de adjudicación y con qué entidades. Con respecto al momento de negociación, la mayoría de las veces éstos se discuten una vez se han acordado los términos iniciales del préstamo y/o crédito con las entidades colocadoras o el MLA. Sin embargo, también cabe la posibilidad de negociaciones anteriores que se ven cristalizadas en la inclusión de la carta de estrategia de cobertura o *hedging letter* en el

---

La CNMC en la Resolución dictada el 13 de febrero de 2018 sancionaba a cuatro bancos españoles por infracción muy grave de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, al fijar de forma concertada el precio, siendo superior a los precios de mercado, de los derivados extrabursátiles utilizados para cubrir el riesgo de tipo de interés asociado a la concesión de préstamos sindicados en el sector de PF.

<sup>101</sup> INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, “The basics of Loan-Linked ISDA Master Agreements”, *ISDA* [en línea]. 2009. [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://www.derivsdocu.com/assets/Loan-Linked\\_ISDA.pdf](https://www.derivsdocu.com/assets/Loan-Linked_ISDA.pdf)

La ISDA es una organización profesional formada por los actores más importantes del mercado de derivados cuyo objetivo principal es la elaboración de contratos estándar y otra documentación que hagan de este mercado uno más seguro y eficiente. Dicha organización define los derivados financieros como aquellos instrumentos financieros que transmiten el riesgo de una contraparte a la otra y cuyo valor depende del precio o nivel de un activo subyacente. Véase ISDA. [en línea] *About ISDA*. [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.isda.org/about-isda/>

<sup>102</sup> La formalización de estos instrumentos se suele realizar “conforme a modelos de contrato que se encuentran muy estandarizados en el mercado, como son, principalmente, el modelo ISDA (International Swaps and Derivatives Association) o el modelo CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras)”. Véase DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”. *op. cit.*, p. 19.

<sup>103</sup> En préstamos y/o créditos sindicados se establecen tipos variables en cuanto a remuneración, circunstancia que “engendra para el prestatario el riesgo de que el tipo de referencia (EURIBOR, por lo general) experimente oscilaciones al alza que encarezcan el coste de su financiación (el denominado ‘riesgo de tipo de interés’). Tampoco los prestamistas son ajenos al mismo, toda vez que un incremento sustancial del referido coste podría exceder los ingresos del financiado y poner en peligro la capacidad de éste para hacer frente al servicio de la deuda y, en última instancia, su entera solvencia. Por ello no es de extrañar que las entidades financiadoras obliguen al prestatario a paliar en lo posible dicho riesgo mediante la contratación de uno o más instrumentos derivados. Es más, lo que podría parecer meramente una precaución razonable se convierte en absoluta necesidad en determinados tipos de financiaciones estructuradas (singularmente, el *project finance* y las financiaciones apalancadas), en las que los ingresos disponibles para atender los pagos de principal e intereses (por ejemplo, los peajes de una autopista) están ‘fijados’ de antemano (en función del uso de la misma), de suerte que un incremento de los gastos del proyecto más allá del ‘colchón’ presupuestado desembocaría inexorablemente en el fracaso del mismo”. Véase CUENCA MIRANDA, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, p. 493. ISBN 978-84-9177-437-2

acuerdo de términos iniciales<sup>104</sup>. En cuanto al proceso de adjudicación, éste puede ser fruto de un proceso competitivo de licitación en el que intervienen tanto entidades participantes en la financiación sindicada como no participantes o vía negociaciones bilaterales entre el prestatario y/o acreditado con dichas entidades.

Un papel importante se otorga a la conducta seguida por las entidades colocadoras y financieras en la que se condiciona la puesta a disposición de la financiación a cambio de la prestación de dichos servicios por parte de alguno de los miembros del sindicato a raíz de la resolución de la CNMC -vinculación contractual. Al igual que dicho organismo<sup>105</sup>, en el Informe se concluye que no se trata de una práctica anticompetitiva *per se*, pero añade que aumenta el riesgo de que la parte financiada obtenga resultados subóptimos.

Luego, en la medida en que los servicios auxiliares requeridos por una entidad se encuentren directamente relacionados y sean necesarios para la concesión de la financiación sindicada su vinculación no suscitará problemas de competencia. De igual forma, las condiciones que puedan imponer las entidades en cuanto a quién puede prestar dichos servicios no serán anticompetitivas en tanto sean necesarias -tal es el argumento esgrimido de “racionalidad económica” por las entidades españolas- o no tengan efectos restrictivos sobre la competencia<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans (...)”, *op. cit.*, p. 22.

<sup>105</sup> “Por tanto, no es posible en este caso concluir sobre la antijuridicidad del hecho, ni, en consecuencia, forma parte de la teoría del daño en este expediente, el hecho de que los bancos imputados obligaran a los clientes del crédito sindicado a contratar con los mismos bancos la cobertura frente al riesgo de tipos de interés. Sin embargo, en la medida en que el acuerdo de precios les permitía cargar a los clientes un coste por el instrumento de cobertura, en contra de lo pactado, se debilita enormemente el argumento de las imputadas para justificar la vinculación del crédito sindicado con la cobertura de tipos de interés. De existir la alegada racionalidad económica de esta vinculación, ésta habría quedado desplazada por la ulterior conducta consistente en la fijación colusoria del precio del derivado por las entidades prestamistas, por encima del precio en condiciones de mercado”. Véase Resolución de la Sala de la CNMC, *op. cit.*, p. 83.

<sup>106</sup> Las condiciones restrictivas en términos de competencia que se impongan al prestatario y/o acreditado deben estar, por tanto, justificadas. En este sentido, la FCA prohibió aquellas que “dan el derecho de proporcionar futuros servicios de mercado primario al cliente antes de que éste pueda aceptar cualquier oferta de un tercero para proporcionar esos servicios”, conocidas como “*right of first refusal*”, ya que perjudicaban los intereses de la parte financiada. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Investment and corporate banking: prohibition (...)”, *op. cit.*, p. 4.

#### 4.1.6. *Coordinación y colusión en la venta en el mercado secundario para influir en la oferta y en el precio*

Finalizada la fase de sindicación general en el mercado primario tras la suscripción del contrato de financiación, éste suele incluir un calendario de *sell-down* -en los *underwritten deals* y de *best efforts*, mientras que en los *club deals* no es habitual- en el mercado secundario<sup>107</sup>. Este proceso se concibe para que, a través de la cesión parcial de su posición contractual así como de sus garantías, las entidades financieras aseguradoras -aquellas que han comprometido determinados importes de la financiación- den entrada en la financiación a otras entidades financieras<sup>108</sup>.

El objetivo común de todas las entidades aseguradoras en esta fase es reducir su participación inicial en la financiación, pero éste se puede deber a distintas razones. En un primer momento, obedecía al simple deseo de reducir el importe de la cuota para alcanzar un nivel adecuado de riesgo y liberar recursos con los que participar en nuevas participaciones. Esto se debía en origen a unas necesidades concretas del acreditado y/o prestatario o el *sponsor* en cuanto a originación y estructuración del crédito dado que dicha parte se dirigía a un número muy reducido de entidades financieras para asegurar la confidencialidad de la operación. Además, la contrapartida habitual de esta operación era otra entidad de crédito y se llevaba a cabo por su valor nominal<sup>109</sup>. Tras la crisis financiera ocasionada en 2007, han surgido nuevas razones como las obligaciones impuestas por regulaciones bancarias en forma de ratios de capital regulatorio más exigentes<sup>110</sup>. Con las lecciones aprendidas de la crisis financiera, las entidades también

---

<sup>107</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Taxonomía del contrato (...)”, *op. cit.*, pp. 35-36.

<sup>108</sup> DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”, *op. cit.*, p. 12. Además, la reducción de cuotas en el mercado secundario de sindicación suele tener lugar tras una negociación bilateral o en un mercado *over-the-counter* y “se formalizará en un contrato de cesión parcial de posición contractual que será suscrito por las entidades aseguradoras (como cedentes), las entidades que participen en la sindicación (como cesionarias) y, normalmente, también por la compañía a fin de tomar razón de la cesión”. *Id.*

<sup>109</sup> DE ROJAS SÁNCHEZ, P./ SAINZ-TRÁPAGA, F., “El mercado secundario de participaciones de crédito” en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 238-239. ISBN 978-84-9177-437-2

<sup>110</sup> El marco regulador de Basilea III, surgido en 2011 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (conocido por sus siglas en inglés, BCBS), surgió con el fin de implementar un marco regulatorio capaz de asegurar que las entidades bancarias tuvieran recursos propios suficientes para poder asumir los riesgos que se derivan de su actividad financiera y un fondo adecuado de activos líquidos de alta calidad. Esto supuso la creación de una nueva estructura de capital y, además, un aumento tanto de la calidad como del nivel del capital a través de un incremento del capital mínimo ordinario y el establecimiento de colchones de capital. En la UE, estas medidas se vieron plasmadas en el Reglamento 575/2013/UE del Parlamento Europeo y del

han querido reducir el riesgo frente a determinados prestatarios y/o acreditados atendiendo a sus sectores económicos o geográficos. El precio al cual se produce la cesión también ha sufrido cambios en tanto se concede un descuento significativo. Los motivos mencionados han contribuido a una revolución en el mercado secundario de sindicación multiplicando los volúmenes negociados así como produciéndose la entrada de nuevos participantes cuyas formas jurídicas y finalidades son distintas de las tradicionales entidades de crédito<sup>111, 112</sup>.

De dicha transformación del mercado se han beneficiado todas las partes en tanto que las entidades participantes en la financiación sindicada así como la parte financiada se aprovechan del aumento significativo de la liquidez del mercado -característica del mercado analizada en mayor profundidad *infra* 5.3. Por su parte, otras entidades competidoras que no pudieron participar en el mercado primario (i.e. entidades locales de pequeño tamaño) tienen ahora la posibilidad de acceder al mercado secundario obteniendo múltiples beneficios como puede ser, entre otros, la creación de relaciones

---

Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión; así como la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Dichas normativas europeas fueron posteriormente modificadas y/o completadas por el Reglamento 2019/876/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019 y la Directiva 2019/878/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, respectivamente.

<sup>111</sup> DE ROJAS SÁNCHEZ, P./ SAINZ-TRÁPAGA, F., “El mercado secundario (...)”, *op. cit.*, pp. 238-239.

<sup>112</sup> También han evolucionado las formas de entrada y participación de nuevas entidades en la financiación sindicada ya que además de la cesión parcial existen “otras fórmulas jurídicas, generalmente sometidas a legislación inglesa (o del estado de Nueva York), que permiten participar o ceder un interés económico en un crédito, sin llegar a suponer la cesión o transmisión de su titularidad. Entre éstas, destacan la denominada ‘*participation*’ o ‘*subparticipation*’ –ambas denominaciones se usan indistintamente en la práctica– y algunas operaciones de cobertura o derivados (‘*credit default swaps*’ o CDS, ‘*total return swaps*’ o TRS, etc.). En ellas, la entidad acreedora que desea reducir su riesgo sigue ostentando la titularidad formal del crédito y la consideración de acreedor frente al deudor (‘*lender of record*’), si bien traslada a una tercera entidad, total o parcialmente y a cambio de un precio o descuento, su riesgo en el mismo. La casuística de estas operaciones es muy variada, en la medida en que puede suponer o no anticipo de fondos por parte del tercero o partícipe y revestir muy diversas formas jurídicas”. *Ibid.*, p. 241.

Respecto a las transmisiones o cesiones de posiciones contractuales previstas en los modelos LMA, véase MARTÍN BAUMEISTER, B., “La transmisión de cuotas de participación en contratos de financiación sindicada”, *Diario La Ley*, Wolters Kluwer, 2013, No. 8164, 2013.

Así, “el mecanismo de cesión previsto en los modelos LMA sometidos a derecho inglés prevé dos formas de transmisión: la subrogación de derechos y obligaciones (*novation*) y la mera cesión de derechos (*assignment*). (...) A diferencia de los modelos LMA sometidos a derecho inglés, el modelo LMA de derecho español prevé una única forma de transmisión con arreglo a los arts. 1528 y 1529 CC y 348 CCom. Aunque el modelo parece referirse a una verdadera cesión de contrato —el término utilizado es el de ‘posición contractual’ comprensiva de ‘derechos y obligaciones’— la regulación es más propia de una cesión de crédito mercantil no endosable, dado que omite el requisito del consentimiento de la contraparte contractual, en este caso, de la parte financiada.” *Ibid.*, p. 10.



comerciales con la parte financiada que les permita entrar en el mercado primario en un futuro. Por otro lado, el prestatario y/o acreditado también puede verse perjudicado “al ver como desaparecen de su sindicato acreedor entidades crediticias tradicionales y ‘de relación’, y aumenta el número y peso específico de entidades acreditantes sin vínculos comerciales con el deudor”<sup>113</sup>.

En cuanto a las dinámicas competitivas, el informe objeto de estudio advierte de la cooperación entre entidades aseguradoras una vez concluida la fase de sindicación general para realizar una *sell-down* anticompetitiva, es decir, el acuerdo de las entidades sobre cuándo vender, en qué proporción y a qué precio. Esta cooperación entre entidades devendría en una colusión en perjuicio no de la parte financiada -luego, su consentimiento es irrelevante-, sino de los adquirientes de las cuotas correspondientes del préstamo y/o crédito sindicado en el mercado secundario. Los acuerdos por tanto, serían anticompetitivos por objeto en virtud del artículo 101 del TFUE.

#### **4.2. Riesgos observados en el mercado asociados a las anteriores conductas**

Las medidas explicadas anteriormente -colusión y abuso de posición dominante- conllevarán un riesgo de restricción de la competencia en función de varios caracteres del mercado y de la naturaleza de la información intercambiada<sup>114</sup>. Con el fin de constatar los riesgos reales presentes en el mercado actual europeo de financiación sindicada, los autores del Informe examinaron los rasgos del mercado y analizaron distintas evidencias en relación con éstas<sup>115</sup>.

---

<sup>113</sup> DE ROJAS SÁNCHEZ, P./ SAINZ-TRÁPAGA, F., “El mercado secundario (...)”, *op. cit.*, pp. 238-239.

<sup>114</sup> Los autores del Informe creen que las más importantes serán: el nivel de concentración del mercado, cualquier característica del mercado que facilite la colusión sostenible y tácita entre los participantes en el mercado mediante el poder de negociación colectiva, la disponibilidad de sustitutos para el prestatario y/o acreditado así como su nivel de sofisticación y experiencia, el grado de transparencia del mercado y/o si el intercambio de información aumenta esa transparencia, la complejidad y heterogeneidad de los productos, la frecuencia de la interacción y el intercambio de información, la naturaleza de la información compartida, y la probabilidad de que las partes financieras individuales puedan competir sin la formación de un sindicato. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 151.

<sup>115</sup> El informe concluye que, en general, los mercados no están concentrados, pero puede haber algunos focos de mayor concentración en el segmento PF/INFRA, donde el conocimiento y por tanto, la capacidad de fijar el precio del riesgo de crédito, son más limitados o en mercados nacionales más pequeños (i.e.

En cuanto a las primeras etapas del proceso de sindicación, los intercambios de información a través de sondeos de mercado ya sean generales como específicos son un posible área de riesgo en tanto que pueden conducir a un resultado colusorio. En concreto, si la información intercambiada es específica o comercialmente sensible y/o se realizan entre entidades de colocación o MLAs, sin el consentimiento de la parte financiada o más allá del NDA. El riesgo será mayor si las mesas de originación y sindicación de las entidades no se encuentran separadas funcionalmente de forma efectiva. En cuanto a las evidencias observadas en el mercado, éstas llevan a los autores del Informe a declarar que el riesgo es relativamente bajo en el segmento LBO, mientras que del segmento PF/INFRA se alega que existe un mayor riesgo de que las interacciones entre las entidades financieras crucen el límite del sondeo general/específico, lo que hace que ésta sea una esfera de mayor preocupación potencial.

En cuanto a los intercambios de información producidos con posterioridad al mandato, el riesgo de que sean anticompetitivos se reduce debido a una mayor sofisticación de la parte financiada en esta parte del proceso. Sin embargo, se concluye que existe un riesgo evidente de que las entidades financieras, gracias a las múltiples interacciones a lo largo del tiempo en distintas operaciones -a través de la observación de los comportamientos y las estrategias de las demás entidades-, puedan entablar cierta coordinación para futuras operaciones de sindicación. A pesar de esto, no han encontrado pruebas directas de dicha práctica en el mercado por lo que aun siendo un área de riesgo, éste es relativamente bajo.

Respecto a la asignación de servicios auxiliares, si aquellos relacionados con la financiación son asignados en la etapa de originación a entidades pertenecientes al futuro sindicato -práctica más común en el segmento PF/INFRA- se está dando margen a las entidades para coludir en la fijación del precio. Las restricciones impuestas por las entidades financieras sobre quiénes pueden prestar *hedging services* serán más problemáticas en los mercados en los que hay un número limitado de prestamistas (i.e. Polonia) con capacidad para prestar esos servicios, lo que restringe la elección de la parte financiada.

---

Polonia) donde las financiaciones son en una moneda no principal -entendiendo como principal el euro o la libra esterlina.

Las pruebas recogidas en el mercado secundario de financiación sindicada apuntan a que el riesgo de concertación para manipular los precios es muy bajo debido a los niveles de retención exigidos a las entidades aseguradoras así como la presencia generalizada de adquirentes sofisticados. Por último, no se ha podido acreditar un abuso durante escenarios de refinanciación en condiciones de impago. Los equipos de reestructuración reciben formación para evitar prácticas anticompetitivas y además, se encuentran separados funcionalmente de las mesas de originación. Asimismo, en la mayoría de los casos la entrada de entidades financieras de fuera del sindicato actúa como límite a cualquier poder de negociación del sindicato. Sin embargo, sí se ha recogido un número no insignificante de casos en que el sindicato es la única opción -aunque como ya se ha mencionado, no se ha demostrado ningún tipo de abuso. Respecto a la vinculación de servicios auxiliares en dichos escenarios, los autores del Informe consideran la fijación de su precio en condiciones no competitivas un área que merece ser vigilada en el futuro.

Cabe destacar que en el informe se señalan varias salvaguardias generales (“*critical safeguards*”) que pueden servir para mitigar los riesgos anticompetitivos en el proceso de financiación sindicada: (i) formar al personal de la entidad financiera en su deber de asesorar de forma neutral a los clientes; (ii) evitar mediante protocolos de comunicación internos que la información que se obtenga mediante la función de sindicación de otros posibles participantes -que también pueden ser competidores en la originación- pueda transferirse a la función de originación de la misma entidad a fin de evitar una alineación anticompetitiva de los precios; y (iii) reducir la comercialización conjunta de financiación sindicada y otros servicios auxiliares no relacionados<sup>116</sup>.

## 5. ACTUACIONES NO ANALIZADAS Y QUE PODRÍAN CONSTITUIR CONDUCTAS ANTICOMPETITIVAS

A continuación, se van a exponer una serie de conductas que no han sido analizadas por los autores del Informe o bien no han tenido un tratamiento específico dentro de éste, a

---

<sup>116</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, pp. 14-15. Además, se enuncian otras más específicas en función de la etapa en la que nos encontremos del proceso (véase pp. 203-236).

pesar de su relevancia en las dinámicas competitivas del proceso de financiación sindicada.

### **5.1. Posición de dominio por parte de las entidades de colocación en la fase de sindicación**

Aunque anteriormente solo se llegó a mencionar dos momentos concretos en los cuales se podría ejercer una posición de dominio abusiva durante el mercado primario (vid. *supra* 4.1.3.), el procedimiento de distribución de cuotas en la fase de sindicación despierta, a nuestro juicio, un mayor interés en términos competitivos.

Respecto al procedimiento en sí, hay que recordar que las entidades de colocación y en mayor medida el MLA, tienen junto a la parte financiada la importante tarea de establecer la estrategia de sindicación que incluirá el desempeño de distintas funciones. El procedimiento de distribución se inicia con el análisis por parte de las entidades colocadoras de aquellas entidades financieras que potencialmente participarían en la operación. Este primer paso se deberá realizar junto con el prestatario y/o acreditado o respetando sus directrices (e.g. en forma de *white lists*) y desembocará en la invitación, a través de la correspondiente *invitation letter*, de las entidades escogidas. Además de la selección de potenciales miembros del sindicato, las entidades colocadoras o el MLA tendrán que determinar el título, los roles, la cuota y la remuneración ofrecida a cada una de las entidades invitadas<sup>117,118</sup>.

En cuanto al contenido remuneratorio de la carta de invitación, las entidades invitadas prestarán una gran atención al denominado “*bracket*”, “que expresa la cuota del importe total de financiación asociada a una determinada tasa interna de retorno que el colocador ofrece a una parte financiera”<sup>119,120</sup>. La tasa interna de retorno guarda una relación directa,

---

<sup>117</sup> NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación (...)”, *op. cit.* pp. 98-99.

<sup>118</sup> Como ya se ha mencionado anteriormente, los términos y condiciones económicas (importe, tramos, margen, comisiones, plazo, calendario de amortización, finalidad, etc.) además de otras fundamentales del préstamo y/o crédito sindicado, se establecen por primera vez dentro del proceso de la operación en el documento de términos y condiciones, conocido como *term sheet*, y que suele adjuntarse a la carta de mandato. Véase DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”, *op. cit.*, p. 16.

<sup>119</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>120</sup> De acuerdo con la LMA, un *bracket* es “un nivel de compromiso y un título relacionado a éste, ofrecido a los bancos y otros inversores invitados en un acuerdo de préstamo sindicado”. Véase el glosario de la

determinada de forma discrecional por el MLA, con la dimensión de la cuota, es decir, cuanto más significativa sea la cuota, mayor será la tasa y mejores condiciones de cobro se ofrecerán. A pesar de que vía *reverseflex* las cuotas podrían verse reducidas en caso de sobresuscripción (proceso explicado *supra* 2.2.), si la parte financiera ya había suscrito el *bracket* la tasa interna de retorno fijada permanecerá invariable. Luego, al verse alterada únicamente la dimensión de la cuota la entidad financiera se verá beneficiada ya que obtendrá una remuneración mayor de la que le correspondería por poner a disposición de la parte financiada el nuevo importe<sup>121</sup>. Ante las dinámicas descritas, hubiera sido conveniente analizar si las entidades colocadoras se asignan en la actualidad cuotas de sindicación con tasas de internas de retorno no proporcionales con los importes finalmente suscritos.

## 5.2. Otras prácticas relacionadas con los derivados extrabursátiles de cobertura de tipo de interés

A la hora de analizar la vinculación de servicios auxiliares, y más concretamente los derivados de cobertura (vid. *supra* 4.1.5.), se echa en falta analizar la pertenencia o no de los derivados de cobertura y la financiación sindicada con tipo de interés variable -activo subyacente- al mismo mercado relevante porque en virtud de dicha circunstancia nos situaremos en dos escenarios distintos en cuanto a dinámicas competitivas. Algunos autores norteamericanos como Christenfeld y Goodstein recogen la posibilidad de su pertenencia a un mismo mercado en tanto que “sólo hay un producto único, un préstamo de tipo variable más un derivado de cobertura del tipo de interés que juntos crean un

---

LMA: “*Syndicated loan* – *Glossary*”: [https://www.lma.eu.com/application/files/3714/2652/9136/Syndicated\\_Loan\\_glossary1.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/3714/2652/9136/Syndicated_Loan_glossary1.pdf) [fecha de consulta: 2 de abril de 2020].

<sup>121</sup> *Supra* 4.1.1 ya se advirtió del peligro que suponía el hecho de que el MLA o las entidades colocadoras ejercieran alguna influencia en la selección de las entidades financieras para formar parte del sindicato y que ésta derivase en algún acuerdo colusorio basado en la reciprocidad y cuyo objeto fuera la limitación de la oferta o la exclusión de los competidores. En el caso que nos ocupa ahora, también podría plantear problemas de competencia si dichas entidades ejercieran una posición de dominio colectiva o individual a la hora de influir en el proceso de sindicación dado su papel en la determinación del importe de los *brackets* y de su participación en la elaboración de las *white lists* -cuyos integrantes recibirán las *invitation letter*- ya que ambos factores son determinantes en la posterior sobresuscripción o infrasuscripción de la financiación. En ambos escenarios podrían beneficiarse en perjuicio del prestatario y/o acreditado ya sea con mayores tasas internas de retorno en caso de *cutback* o de la aplicación de la regla *marketflex* en caso de infrasuscripción. Por último, también podrían abusar de dicha posición dominante para excluir a ciertas entidades de la sindicación. Véase MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

préstamo de tipo fijo”<sup>122</sup>. En el caso de que dichos instrumentos sean tenidos en cuenta o condicionen la fijación de la remuneración del préstamo y/o crédito sindicado en la fase de originación, habría que estar a lo dispuesto para los intercambios horizontales de información (vid. *supra* 4.1.2. apartado “a”), y en particular las *market soundings*, por si se pudiera realizar algún comportamiento colusorio<sup>123</sup>. En cambio, partiendo de una concepción diferenciada de los mercados relevantes y de una posición de dominio de la entidad financiera en el mercado vinculante -de financiación sindicada-, podríamos encontrarnos ante una vinculación o *tying* abusiva de la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés en virtud del artículo 102 del TFUE<sup>124</sup>. Esta práctica abusiva podría manifestarse en dos direcciones: en perjuicio del consumidor, si el cálculo de flujos de fondos impide al prestatario y/o acreditado beneficiarse de la fluctuación del tipo de interés dependiendo de la política monetaria en uso; o produciendo efectos de exclusión al producir el cierre anticompetitivo del mercado vinculante si el derivado de cobertura -producto vinculado- hace más atractiva la oferta frente a otras entidades que no lo ofrecen<sup>125</sup>.

### 5.3. Restricciones a la transmisibilidad en el mercado secundario

La liquidez del mercado secundario de sindicación no sólo conlleva beneficios para aquellas entidades que quieren reducir su participación en el sindicato, sino que la parte financiada también puede aprovecharse de tal circunstancia según las observaciones

---

<sup>122</sup> CHRISTENFELD, A.M./ GOODSTEIN, B.M., “Analyzing Antitrust Issues in Lending”, *New York Law Journal* [en línea]. 2013, Vol. 249, No.108, p. 2. [fecha de consulta: 2 de abril de 2020]. Disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/PDF/AnalyzingAntitrustIssuesinLending.pdf>

<sup>123</sup> Diversos autores señalan a las financiaciones sindicadas como escenarios favorables para coludir y manipular los precios de los derivados de cobertura de tipo de interés: “los bancos que conceden la financiación sindicada pactan, a espaldas de los clientes, el tipo de derivado que le van a colocar y qué margen van a aplicar sobre el valor de mercado de los derivados. En este proceso, los diversos departamentos de los bancos implicados acuerdan en connivencia las condiciones de precios que van a aplicar a su cliente, las cuales depende de los márgenes que, cada uno de ellos, desea aplicar”. Véase PÉREZ GUERRA, M., “Operaciones de derivados y estructurados: comisiones implícitas y sobrepuestos ocultos”, *Revista de Derecho Mercantil*, Civitas, 2017, No. 305, pp. 277-303.

<sup>124</sup> La guía de la CE sobre el artículo 102 del TFUE aclara que habrá vinculación abusiva “cuando una empresa sea dominante en el mercado vinculante y se cumplan además las siguientes condiciones: i) los productos vinculantes y vinculados son productos distintos, y ii) es probable que la vinculación dé lugar a un cierre anticompetitivo del mercado”. Véase Comunicación de la Comisión — Orientaciones sobre las prioridades de control de la Comisión en su aplicación del artículo 82 del Tratado CE a la conducta excluyente abusiva de las empresas dominantes (2009/C 45/02), par. 50. Disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0224\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0224(01)&from=EN)

<sup>125</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

realizadas por la doctrina en el mercado estadounidense<sup>126</sup>. De esta forma, aquellos prestatarios y/o acreditados cuyos préstamos y/o créditos se transaccionan en el mercado secundario obtienen financiaciones posteriores a menor coste -los tipos de interés son menores que los de la financiación originaria. Luego, aquellas financiaciones que revelen una mayor liquidez en el mercado secundario permitirán a la parte financiada que se financie a un menor coste en el futuro<sup>127</sup>. Otros autores creen que la “liquidez esperada” del préstamo y/o crédito puede incidir en el *pricing* de la financiación que se negocia en la fase de originación de modo que a mayor liquidez esperada menor *spread* se fijará a la financiación<sup>128, 129</sup>.

Los autores del Informe hacen un extenso repaso de la literatura en relación con la liquidez de este mercado y exponen su preocupación por cómo las restricciones en la transmisión en el mercado secundario impuestas por el prestatario y/o acreditado pueden ocasionar resultados subóptimos<sup>130</sup>. Sin embargo, los autores deberían haber dado un paso más allá y analizar aquellas restricciones impuestas por las entidades colocadoras/agentes.

---

<sup>126</sup> Respecto a los beneficios obtenidos por las entidades financieras que llevan a cabo la fase del *sell-down* la doctrina destaca que la mejora de liquidez de sus balances posibilita la reducción de fricciones financieras, fortaleciendo su balance ante políticas monetarias desfavorables, recesiones económicas o momentos de estrés de liquidez. Además, una mayor liquidez del mercado favorece un aumento de la oferta, es decir, de concesión de nuevas financiaciones, lo que reduce su coste de capital. Por último, el mercado secundario provee a las entidades financieras de un efectivo mecanismo para diversificar el riesgo. Véase GUPTA, A./ SINGH, A.K./ ZEBEDEE, A.A., “Liquidity in the Pricing of Syndicated Loans”, *AFA 2007 Chicago Meetings Paper* [en línea]. 2006, p. 1. [fecha de consulta: 4 de abril de 2020]. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891452](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891452)

<sup>127</sup> SANTOS, J.A.C./ NIGRO, P., “Is the secondary loan market valuable to borrowers?”, *Quarterly Review of Economics and Finance* [en línea]. 2009, Vol. 49, pp. 17-18. [fecha de consulta: 6 de abril de 2020]. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1550556](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1550556)

<sup>128</sup> GUPTA, A./ SINGH, A.K./ ZEBEDEE, A.A., “Liquidity in the Pricing (...)”, *op. cit.*, p. 31.

<sup>129</sup> En relación con la “liquidez esperada”, los autores de tal concepto necesitaron estudiar los atributos de las financiaciones sindicadas que eran líquidas en el mercado secundario así como estimar cómo dichos rasgos afectaban a la probabilidad de que un préstamo y/o crédito estuviera disponible en el mercado secundario. Así, observaron que “los préstamos con plazos de vencimiento más largos, los préstamos institucionales, los préstamos con presencia de un *sponsor*, de restricciones sobre los dividendos y de garantías, y los préstamos con sindicatos más grandes dirigidos por bancos de primer nivel tienen una mayor probabilidad de estar disponibles en el mercado secundario”. *Id.*

Por su parte, el informe objeto de estudio arroja, a pesar de sus limitaciones técnicas, evidencias de que los préstamos y/o créditos del segmento LBO son más líquidos que los del segmento PF/INFRA. Además, se destaca el mayor tamaño y liquidez del mercado secundario estadounidense comparado con el de la UE. Dichas circunstancias impiden apreciar con claridad un impacto beneficioso del mercado secundario europeo en el primario. Véase DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, pp. 124-128.

<sup>130</sup> *Ibid.*, pp. 134-135.

En ambas situaciones, aquellas cláusulas con importantes restricciones pueden reducir la demanda en el mercado primario, circunstancia que podría derivar en un contexto de infrasuscripción que hiciera necesaria la activación de la cláusula de *marketflex* en forma de elevación del tipo de interés. La reducción de la demanda es lógica debido a la pérdida de beneficios potenciales por una menor liquidez esperada en el mercado secundario del préstamo y/o crédito. En cuanto a la cláusula de transmisión, las entidades colocadoras pueden influir negativamente en la liquidez del mercado secundario restringiendo la transmisibilidad de las cuotas. Dependiendo de la configuración de la cláusula de transmisión, las entidades colocadoras/agentes pueden restringir notablemente la transmisibilidad de las cuotas y, por tanto, su liquidez del mercado secundario de sindicación<sup>131</sup>. Por su parte, las entidades agentes pueden actuar en el mismo sentido mediante el establecimiento de altas comisiones que las partes financieras adquirentes deberán satisfacerles en la fecha de efectividad de la transmisión. Por tanto, dichas prácticas son capaces de menoscabar la demanda de suscripción de cuotas en el mercado primario -en la fase de sindicación general- y en el secundario, y por consiguiente, a su respectiva liquidez esperable. Tales prácticas podrían ser resultado de acuerdos colusorios entre las entidades colocadoras con el objeto de forzar la infrasuscripción en el mercado primario y así obtener un *spread* superior mediante el *marketflex*. Por otro lado, cabría plantearse si una posición de dominio -ya sea individual como colectiva- de la entidad o entidades que influyen en la configuración de la cláusula de transmisión, podría dar lugar a una disposición abusiva capaz de boicotear el acceso a la sindicación de determinadas entidades financieras<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> “El modelo de cláusula de transmisión LMA contiene algunas restricciones adicionales a la transmisibilidad de los derechos y obligaciones de las partes financieras. En general, las partes financieras quedan autorizadas expresamente por la parte financiada para ceder total o parcialmente su posición contractual a otras partes financieras, siempre que la transmisión cumpla ciertas condiciones. La cláusula de transmisión suele contener una limitación consistente en la fijación de un importe mínimo de transmisión o unos importes múltiplos de una determinada cifra, salvo que, por ejemplo, siendo inferior al importe mínimo, el importe de transmisión represente el importe total de la participación de la parte financiera transmitente en el importe de la financiación pendiente de amortización o la entidad agente haya autorizado cesiones por otros importes”. Véase MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>132</sup> *Id.*



## 6. EFICIENCIAS DERIVADAS DE AQUELLAS CONDUCTAS CALIFICADAS COMO ANTICOMPETITIVAS

A continuación, se van a plantear los motivos por los cuales una serie de conductas prohibidas en atención a su naturaleza o efecto colusorio (analizadas *supra* 4) podrían, sin embargo, aprovecharse de la exención recogida en el apartado 3 del artículo 101 del TFUE y del artículo 1 de la LDC.

### 6.1. Excepción del apartado 3 de los artículos 101 del TFUE y 1 de la LDC

El apartado 3 de los artículos 101 y 1 del TFUE y la LDC respectivamente, prevé una exención de la aplicación del apartado 1 de la misma disposición si los beneficios favorables a la competencia -en términos de mejoras en la producción, la distribución o el progreso técnico o económico- del acuerdo o de la práctica concertada superan los efectos restrictivos, siempre que: (i) esos beneficios se compartan con los consumidores; (ii) las restricciones sean indispensables para lograr los beneficios favorables a la competencia; y (iii) no den lugar a la posible eliminación de la competencia<sup>133</sup>.

---

<sup>133</sup> *Supra* 3, se expuso que si la concesión del préstamo sindicado tiene el efecto de restringir o distorsionar la competencia, entonces esos efectos restrictivos pueden ser compatibles con el TFUE en la medida en que las entidades financieras puedan demostrar que se cumplen las condiciones del apartado 3 del artículo 101. Las entidades no deberían tener problemas en constatar el cumplimiento de dichos requisitos en tanto que la cooperación puede ser indispensable, en la mayoría de los casos, dado que el carácter plurilateral de la concesión permite la entrada a entidades que por cuestiones de capacidad, riesgo o regulatorios no podrían llevarlo a cabo individualmente -solventándose el problema de *market matching*. Igualmente, no hay riesgo de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios contemplados. Asimismo, la diversificación del riesgo de crédito que facilita la sindicación -tanto geográfica como sectorialmente- permite a las entidades financieras reducir sus costes operacionales así como de monitoreo. Dichas eficiencias tienden a revertir en la parte financiada al reducirse el *pricing* de la financiación con respecto a otras vías de financiación -ya sea la emisión de bonos corporativos como la obtención de múltiples créditos y/o préstamos bilaterales- por lo que se le hace partícipe de los beneficios logrados con las eficiencias. Véanse DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, pp. 74-79; DRUDI, F., et al., “Corporate Finance in the Euro Area - Including Background Material”, *ECB Occasional Paper* [en línea]. 2007, No. 63, pp. 65-67. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecboep63.pdf?3062f6e7bc22799e39076b6cff81999e>; y GADANE CZ, B., “The syndicated loan market: structure, development and implications”, *BIS Quarterly Review* [en línea]. 2004. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0412g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf)

## 6.2. Eficiencias

En caso de que los sondeos de mercado o *market soundings* analizados *supra* 4.1.2. (apartado “a”), sean considerados anticompetitivos por su objeto o por tener efectos restrictivos sobre la competencia, las entidades financieras deberán acreditar su carácter eficiente; en concreto, dicho rasgo se hace más evidente en aquellos préstamos y/o créditos cuyas características u objeto son insólitos en el mercado, ya que permitirían a las entidades financieras hacer mejores juicios sobre su *pricing*<sup>134</sup>. Además, las entidades podrían intentar establecer una relación causal entre los sondeos realizados y la consecución de un evento de sobresuscripción al ampliar el círculo de suscriptores de la financiación<sup>135</sup>. Situación de la que, como ya se ha explicado, la parte financiada podrá beneficiarse ya sea elevando el importe total de financiación -con la correspondiente reducción de costes asociados a la formalización- o reduciendo el coste financiero de la financiación mediante la activación del mecanismo de *reverseflex*.

Respecto a la vinculación contractual de servicios de cobertura de tipos de interés y su concesión (obligada) a alguna entidad del sindicato, los autores del Informe concluyeron que dicha conducta no era anticompetitiva *per se*, pero era un área que merecía ser vigilada en el futuro. Por esta razón, es necesario exponer aquellas eficiencias que podrían obtenerse de tales conductas. En este sentido debemos dar por válidas las alegadas por las entidades financieras españolas ante la CNMC -recogidas en la resolución dictada el 13 de febrero de 2018 por la CNMC comentada con anterioridad-, dado que la Sala reconoce que pueden existir eficiencias de costes aunque no lleguen a materializarse por el posterior comportamiento colusorio<sup>136</sup>.

---

<sup>134</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 94.

<sup>135</sup> MARTÍN BAUMEISTER, B., “Los créditos sindicados (...)”, *op. cit.*, pp. 123-160.

<sup>136</sup> Los motivos expuestos son los siguientes: “(i) puesto que la rentabilidad de la operación se mide considerando la posible rentabilidad del derivado, a los bancos podría no interesarles la operación en caso de no cerrar también el derivado o una parte del mismo; (ii) si los contratos de cobertura se suscribieran con terceras entidades se añadiría un riesgo crediticio no previsto en el caso base (por ejemplo, por conflictos de interés futuros entre los acreedores de la deuda y los proveedores del derivado), aumentando los costes globales de la financiación; (iii) por la ausencia de incentivos de un tercero para prestar la cobertura de una operación de financiación en la que no haya participado debido, en primer lugar, a la imposibilidad de obtener rentabilidad de dicha financiación al no participar en ella. Y, en segundo lugar, por la débil posición en la que se encuentra en relación con los derechos de voto y las mayorías exigidas en el contrato de garantías”. Véase Resolución de la Sala de la CNMC, *op. cit.*, pp. 31 y 80.

### 6.3. Ineficiencias observadas

Como bien se ha apuntado, la coordinación es intrínseca a la financiación sindicada por lo que cualquier problema o cuestión que la perjudique dará lugar a ineficiencias. De este modo, el informe apunta a dos grandes áreas de ineficiencias no relacionadas con la competencia (“*back office inefficiencies*”) dentro del mercado de financiación sindicada -suponen un aumento de los costes de transacción y por tanto, conducen a resultados subóptimos- que podrían precisar un apoyo regulatorio en el futuro. En primer lugar, la ejecución de las políticas “*know your client*”<sup>137</sup> dentro de la financiación sindicada requiere de las entidades financieras que éstas demanden y acumulen extensas documentaciones del resto de participantes lo que puede aumentar los costes de transacción así como alargar inevitablemente el proceso de financiación. Por otro lado, el cierre de las transacciones en el mercado secundario también se considera ineficiente en aquellos casos en los que se requiere el consentimiento del prestatario y/o acreditado o cuando dicha parte impone ciertas restricciones a la transmisión (e.g. *white lists*, cantidades mínimas, etc.) ya que se ralentiza el proceso e introducen un riesgo de liquidación (*settlement risk*)<sup>138</sup>. Sin duda, dichas restricciones y requisitos supondrán un impacto perjudicial en la liquidez del mercado -al igual que las restricciones impuestas por las entidades colocadoras/agente como se explicó *supra* 5.3. En línea con lo explicado en dicho punto, la menor liquidez esperada de la financiación otorgada podrá incidir en su *pricing* (al alza) durante la fase de originación y además, tendrá repercusiones en el futuro mercado primario de la parte financiada ya que perderá la posibilidad de obtener

---

<sup>137</sup> Las políticas de “*know your client*” se engloban dentro del *due diligence* exigido por las autoridades, nacionales e internacionales, a las empresas cuando tienen intención de iniciar relaciones con nuevos clientes así como otras entidades con el fin de evitar actividades ilícitas tales como el lavado de dinero o la financiación del terrorismo. El marco regulatorio europeo del que provienen dichas políticas está establecido por la Directiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2015 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión; junto con el Reglamento (UE) 2015/847 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2015 relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos y por el que se deroga el Reglamento (CE) no 1781/2006. Véase ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL, “The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration”, *European Central Bank* [en línea]. 2017, p. 100. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/governance/shared/pdf/201709\\_dlt\\_impact\\_on\\_harmonisation\\_and\\_integration.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/governance/shared/pdf/201709_dlt_impact_on_harmonisation_and_integration.pdf)

<sup>138</sup> DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW, “EU loan syndication (...)”, *op. cit.*, p. 138.

próximas financiaciones a menor coste si dicho préstamo y/o crédito tiene un comportamiento “menos líquido” en el mercado secundario.

Para finalizar, más allá de las citadas *back office inefficiencies* el Informe identifica otras conductas relacionadas con la competencia dentro del proceso de financiación sindicada que podrían conducir a resultados subóptimos. Aquellas que más inquietan a sus autores son: (i) que sea una práctica extendida el condicionamiento de la puesta a disposición de la financiación a cambio de la prestación de servicios auxiliares por parte de alguno de los miembros del sindicato -como sucede en España tras quedar acreditado e incluso alegado por parte de algunas de las entidades sancionadas<sup>139</sup>; y (ii) el uso continuado de las cláusulas de “*right of first refusal*” y “*right to match*” para vincular servicios auxiliares no directamente relacionados con la financiación<sup>140</sup>. Otras conductas que pueden presentar resultados similares, pero cuyo riesgo es bajo en atención a las características del mercado, son el mandato a un banco de relación para el puesto de MLA y el conflicto de interés que puede manifestar una entidad financiera que desempeña el servicio de asesoramiento independiente (“*debt advisor*”) a la vez que concede parte de la financiación<sup>141</sup>.

## 7. CONCLUSIONES

El informe “*EU loan syndication and its impact on competition in credit markets*”, publicado el 5 de abril de 2019 por la Comisión Europea y que encargó a *Europe Economics*, responde al creciente escrutinio e interés de la Comisión así como de otras autoridades nacionales europeas en el sector de la financiación sindicada en términos de competencia. Dicho interés subyace en que la deuda supone una fuente de financiación

---

<sup>139</sup> Resolución de la Sala de la CNMC, *op. cit.*, p. 88.

<sup>140</sup> Los autores parecen adherirse a la postura adoptada por la FCA de prohibir aquellas cláusulas restrictivas que perjudiquen los intereses de la parte financiada. Sin embargo, hay que destacar que dicho organismo sólo prohibió las cláusulas “*right of first refusal*”, mientras que las “*right to match*” -aquellas que dan derecho a la entidad a ser contactada después de una oferta de un tercero para igualar esa oferta- fueron consideradas aceptables. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Investment and corporate banking: prohibition (...)”, *op. cit.*, p. 4.

<sup>141</sup> Por otro lado, hay cláusulas contractuales que favorecen la consecución de resultados óptimos como el compromiso de *no front-running* aunque no se mencione en el Informe. Éste “se incluirá en el supuesto de que exista una pluralidad de entidades aseguradoras y que las propias entidades aseguradoras asumen unas frente a otras. En virtud de este compromiso, las entidades aseguradoras no podrán llevar a cabo actuaciones o contactos con otras entidades tendentes a la cesión de una participación en la financiación en el mercado secundario de créditos hasta tanto haya concluido el proceso de sindicación”. Véase DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”. *op. cit.*, p. 15.

crítica para la economía europea y la financiación sindicada se ha erigido en la vía dominante de los grandes emisores privados europeos.

De esta forma, el informe ha evaluado el mercado de financiación sindicada en términos de efectividad y funcionamiento, y trata de identificar aquellas características tanto del proceso de sindicación como del mercado que puedan suponer una amenaza a su funcionamiento competitivo y a las leyes de la competencia. Además, se aportan múltiples medidas o salvaguardas para mitigar las conductas o las ineficiencias identificadas.

El análisis de dicho estudio es imprescindible por dos cuestiones. En primer lugar, supone el primer precedente en la UE en cuanto a un marco de cumplimiento utilizable por las entidades financieras para identificar los factores de riesgo en las conductas o prácticas que se llevan a cabo y adoptar las medidas adecuadas. Y en segundo lugar, porque con frecuencia el estudio de competencia de los mercados o sectores económicos generales puede determinar los ámbitos en que los organismos reguladores deben adoptar medidas de aplicación ulteriores. Luego, cabe esperar que la Comisión, junto con los organismos nacionales de defensa de la competencia, se sirvan del citado informe como catalizador para el estudio detallado de la regulación y/o la adopción de medidas de aplicación.

La financiación sindicada es, por naturaleza, un negocio jurídico de cooperación (atípico). Dicha cooperación es facilitada por intercambios horizontales de información por lo que cabe plantearse, ante la falta de pronunciamientos legales al respecto, su compatibilidad con la normativa de la competencia y, en concreto, con los artículos 101 del TFUE y 1 de la LDC. Se concluye que los elementos inherentes al proceso de financiación sindicada -donde se mantiene la tensión competitiva además de que ninguna entidad podría aportar la financiación total por sí sola- de conformidad con las instrucciones y el mandato de la parte financiada quedan fuera del apartado 1 de dichos preceptos. No obstante, si en el caso concreto se acreditara un efecto restrictivo de la competencia, cabría la posibilidad de que aun sean compatibles con la normativa en la medida en que las entidades financieras puedan demostrar que se cumplen las condiciones del apartado 3.

A pesar de que la concesión de un préstamo y/o crédito sindicado mediante dicho proceso no puede tener un efecto anticompetitivo, las entidades financieras pueden incurrir en prácticas potencialmente restrictivas ajenas a ese proceso o que quedan fuera de las instrucciones o el mandato del prestatario y/o acreditado. En términos generales se ha podido comprobar que el mercado de sindicación muestra una correcta dispersión y el riesgo de que tengan lugar prácticas potencialmente anticompetitivas es bajo.

Sin perjuicio de lo anterior, el informe delimita dos prácticas del proceso que podrían favorecer la aparición de tales conductas: (i) los intercambios de información horizontales durante el mercado primario; y (ii) la vinculación de servicios auxiliares. Aunque el mercado secundario podía suscitar ciertos recelos en relación con prácticas de coordinación o manipulación de precios, no se ha encontrado ninguna evidencia de éstas.

Respecto a los intercambios de información horizontales, destacan aquellos que son realizados a través de sondeos de mercado ya sean generales como específicos. Por otro lado, es innegable el riesgo que suscita para la competencia la coordinación tácita que puede surgir entre aquellas entidades que interaccionan de forma repetida en el mercado a través de la observación de los comportamientos y las estrategias de las demás entidades.

En cuanto a la vinculación de servicios auxiliares, aunque en la práctica no haya evidencias el contexto durante una refinanciación en condiciones de *default* podría facilitar el abuso de una posición de dominio colectiva para la imposición de tales servicios. Mayor interés generaba la postura de los autores con respecto a la condición de que la contratación de tales servicios se hiciera a favor de algún miembro del sindicato para conceder la financiación en el mercado primario a raíz de la Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018. Al igual que en dicho pronunciamiento, se descarta su carácter anticompetitivo *per se* -salvo cuando el número de oferentes sea bajo-, pero el Informe añade que será proclive a que la parte financiada obtenga un resultado ineficiente.

No obstante, algunas de las conductas identificadas como potencialmente anticompetitivas en virtud del apartado 1 del artículo 101 del TFUE podrán beneficiarse de su apartado 3 siempre que las entidades demuestren el cumplimiento de los requisitos.

Mediante este trabajo también se ha puesto de relieve alguna laguna del informe, ya que hubiera sido conveniente el análisis de una posible posición de dominio por parte de las entidades de colocación durante el procedimiento de distribución de cuotas en la fase de sindicación así como aquellas prácticas anticompetitivas que se plasman en restricciones impuestas por las entidades para la transmisión en el mercado secundario. Además, cabría preguntarse si los derivados extrabursátiles de cobertura pertenecen o no al mismo mercado relevante de la financiación. En función de la respuesta, se abrirían dos escenarios distintos en cuando a posibles conductas anticompetitivas.

Tan importante es que el mercado sea competitivo como que éste sea eficiente. Desde el informe objeto de estudio se aboga por una ayuda regulatoria en el campo de las denominadas *back office inefficiencies*. En concreto, las restricciones de la parte financiada a la transmisión en el mercado secundario ya que, además de perjudicar a dicho mercado, tanto la liquidez esperada como el comportamiento líquido de una financiación en el mercado secundario pueden afectar al mercado primario. Por último, se ha de poner cierto énfasis en la preocupación de los autores por aquellas ineficiencias relacionadas con la competencia. El informe parece favorecer las medidas adoptadas por la FCA para prohibir las cláusulas “*right of first refusal*” y llama a las autoridades a vigilar la práctica extendida del condicionamiento de la puesta a disposición de la financiación a cambio de la prestación de servicios auxiliares por parte de alguno de los miembros del sindicato como en el caso español.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

### Legislación

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. «BOE» núm. 159, de 04/07/2007. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2007/07/03/15/con>

Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. OJ C 326, 26.10.2012, pp. 47-390. Disponible en: [http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu\\_2012/oj](http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu_2012/oj)

### Jurisprudencia

Sentencia del Tribunal de Justicia de 14 de febrero de 1978, *United Brands Company y United Brands Continentaal BV* contra Comisión de las Comunidades Europeas (Asunto 27/76). Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:61976CJ0027&from=ES>

Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta) de 8 de julio de 1999, Comisión de las Comunidades Europeas contra *Anic Partecipazioni SpA* (Asunto C-49/92 P). Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:61992CJ0049&qid=1586690290656&from=ES>

Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 4 de junio de 2009, *T-Mobile Netherlands BV, KPN Mobile NV, Orange Nederland NV y Vodafone Libertel NV* contra *Raad van bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit* (Asunto C-8/08). Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0008&qid=1586690423592&from=ES>

Sentencia del Tribunal General (Sala Octava) de 16 de junio de 2011, *Gosselin Group NV* (Asunto T-208/08) y *Stichting Administratiekantor Portielje* (Asunto T-209/08) contra Comisión Europea. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008TJ0208&from=ES>



## Libros

BADIOLA BERGARA, J., “El proceso de formación de una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 67-88. ISBN 978-84-9177-437-2

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “Protección de la libre competencia” en *Manuales Universitarios. Apuntes de Derecho Mercantil*, 19ª ed. Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2018. ISBN 978-84-9197-311-9

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, Sabadell (Barcelona), 2011, pp. 81-119. ISBN 978-84-9790-890-0

CUENCA MIRANDA, J.M., “Derivados y financiaciones sindicadas”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 493-524. ISBN 978-84-9177-437-2

DE CÁRDENAS SMITH, C./ ARLABÁN GABEIRAS, B., “Los esquemas de garantía en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 303-410. ISBN 978-84-9177-437-2

DE ROJAS SÁNCHEZ, P./ SAINZ-TRÁPAGA, F., “El mercado secundario de participaciones de crédito” en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 237-258. ISBN 978-84-9177-437-2

DÍEZ-ESTELLA, F./ GUERRA FERNÁNDEZ, A., “Comentario del art. 1 de la LDC” en FOLGUERA CRESPO, A./ GUTIÉRREZ HERNÁNDEZ, A./ MASSAGUER FUENTES, J./ SALA ARQUER, J.M. (directores), *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2010. ISBN 978-84-470-3406-2

HERNÁNDEZ BENGOA, A./ RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs” en SAAVEDRA ORTIZ, J. J./ SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011, pp. 195-227. ISBN 978-84-9790-890-0

MANZANARES SECADES, A., “El desenvolvimiento de la vida de una financiación sindicada, circunstancias sobrevenidas y supuestos de incumplimiento: la protección de los acreedores”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 411-468. ISBN 978-84-9177-437-2

NAVALÓN VAQUERO, L.M., “El proceso de sindicación en una financiación sindicada”, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) *Estudios sobre las financiaciones sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, pp. 89-112. ISBN 978-84-9177-437-2

### **Artículos doctrinales**

BRETZ, O., “Competition law and syndicated loans: identifying the regulatory risks”, *Competition LJ*, 2015, Vol. 14, pp. 231-236.

BRUCHE, M./ MALHERBE, F./ MEISENZAHN, Ralf R., “Pipeline risk in leveraged loan syndication”, *Finance and Economics Discussion Series 2017-048* [en línea]. 2017. [fecha de consulta: 27 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017048pap.pdf>

CAREY, M./ NINI, G., “Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle”, *The Journal of Finance* [en línea]. 2007, Vol. 62, No. 6, pp. 2969-3007. [fecha de consulta: 15 de febrero de 2020]. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=585742](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585742)

CHRISTENFELD, A.M./ GOODSTEIN, B.M., “Analyzing Antitrust Issues in Lending”, *New York Law Journal* [en línea]. 2013, Vol. 249, No. 108. [fecha de consulta: 2 de abril

de 2020]. Disponible en:  
<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/PDF/AnalyzingAntitrustIssuesinLending.pdf>

DE MUNS YNZENGA, A./ SAAVEDRA ORTIZ, J. J., “Operaciones de financiación sindicada”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Wolters Kluwer, 2012, No. 10, pp. 161-200.

ESTEVAN DE QUESADA, C., “«Shadow banking» y la financiación sindicada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año nº 35, No. 145, 2017, pp. 205-226.

GAUL, L./ STEBUNOV, V., “Ownership and Asymmetric Information Problems in the Corporate Loan Market: Evidence from a Heteroskedastic Regression”, *Office of the Comptroller of the Currency, Economics Working Paper* [en línea]. 2009. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/economics-working-papers/files/2000-2009/economic-working-paper-2009-1.html>

GUPTA, A./ SINGH, A.K./ ZEBEDEE, A.A., “Liquidity in the Pricing of Syndicated Loans”, *AFA 2007 Chicago Meetings Paper* [en línea]. 2006. [fecha de consulta: 4 de abril de 2020]. Disponible en:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891452](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891452)

GUTIÉRREZ, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: la Resolución de la CMNC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* [en línea]. 2018, No. 48, pp. 140-143. [fecha de consulta: 4 de abril de 2020]. Disponible en:  
[https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5810/documento/foro\\_esp\\_09.pdf?id=7886](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5810/documento/foro_esp_09.pdf?id=7886)

IRIS, D./ SANTOS-PINTO, L., “Tacit Collusion under Fairness and Reciprocity”, *Cahiers de Recherches Economiques du Département d'économie, Université de*

*Lausanne* [en línea]. 2008. [fecha de consulta: 20 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.econstor.eu/obitstream/10419/98501/1/749752203.pdf>

MARTÍN BAUMEISTER, B., “La transmisión de cuotas de participación en contratos de financiación sindicada”, *Diario La Ley*, Wolters Kluwer, 2013, No. 8164, 2013.

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*, 2017, Año nº 36, No. 148, pp. 123-160.

MARTÍN BAUMEISTER, B., “Taxonomía del contrato de financiación sindicada”, *Revista jurídica de Castilla y León* [en línea]. 2014, No. 32. [fecha de consulta: 17 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4563835&orden=1&info=link>

PÉREZ GUERRA, M., “Operaciones de derivados y estructurados: comisiones implícitas y sobrepuestos ocultos”, *Revista de Derecho Mercantil*, Civitas, 2017, No. 305, pp. 277-303.

SANTOS, J.A.C./ NIGRO, P., “Is the secondary loan market valuable to borrowers?”, *Quarterly Review of Economics and Finance* [en línea]. 2009, Vol. 49, pp. 1410-1428. [fecha de consulta: 6 de abril de 2020]. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1550556](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1550556)

### **Informes y otros documentos**

ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL, “The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration”, *European Central Bank* [en línea]. 2017. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/governance/shared/pdf/201709\\_dlt\\_impact\\_on\\_harmonisation\\_and\\_integration.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/governance/shared/pdf/201709_dlt_impact_on_harmonisation_and_integration.pdf)

ALDASORO, I./ BARTH, A., “Syndicated loans and CDS positioning”, *BIS, Working papers* [en línea]. 2017, No. 679. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/work679.pdf>

ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, “Guide to infrastructure financing”, *AFME* [en línea]. 2015. [fecha de consulta: 15 de febrero de 2020]. Disponible en [https://www.afme.eu/Portals/0/globalassets/downloads/publications/AFME-Guide to Infrastructure Financing\(2\).pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/globalassets/downloads/publications/AFME-Guide%20to%20Infrastructure%20Financing(2).pdf)

CE, Comunicación de la Comisión - Directrices sobre la aplicabilidad del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a los acuerdos de cooperación horizontal (2011/C 11/01). Disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011XC0114\(04\)&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011XC0114(04)&from=ES)

CE, Comunicación de la Comisión - Orientaciones sobre las prioridades de control de la Comisión en su aplicación del artículo 82 del Tratado CE a la conducta excluyente abusiva de las empresas dominantes (2009/C 45/02), par. 50. Disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0224\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0224(01)&from=EN)

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. Disponible en: [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672\\_111.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_111.pdf)

DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA/ EUROPE ECONOMICS/ EUCLID LAW., “EU loan syndication and its impact on competition in credit markets”, *Publications Office of the EU* [en línea]. 2019. [fecha de consulta 4 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf>

DIRECCIÓN GENERAL DE COMPETENCIA, “Management Plan 2017”, *Comisión Europea* [en línea]. 15 de febrero de 2017. [fecha de consulta: 4 de febrero de 2020]. 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)

DRUDI, F., et al., “Corporate Finance in the Euro Area - Including Background Material”, *ECB Occasional Paper* [en línea]. 2007, No. 63. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp63.pdf?3062f6e7bc22799e39076b6cf81999e>

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, “Draft Guidelines on loan origination and monitoring”, *EBA Consultation Paper* [en línea]. 19 de junio de 2019. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2831176/3bc64e01-a4d1-4c7e-92d4-1dd84f4b234c/CP%20on%20GLs%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring.pdf>

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Investment and corporate banking market study - Final report”, *FCA* [en línea]. 18 de octubre de 2016. [fecha de consulta: 7 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-1-3-final-report.pdf>

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Investment and corporate banking: prohibition of restrictive contractual clauses”, *FCA* [en línea]. 27 de junio de 2017. [fecha de consulta: 10 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-13.pdf>

GADANECZ, B., “The syndicated loan market: structure, development and implications”, *BIS Quarterly Review* [en línea]. 2004. [fecha de consulta: 7 de abril de 2020]. Disponible en: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0412g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf)

GONZÁLEZ PEDRAZ, C., “Préstamos corporativos apalancados: definición y evolución del mercado”, *Banco de España, Boletín Económico* [en línea]. 2019. [fecha de consulta: 12 de febrero de 2020]. Disponible en: <https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiEmueUsrbnAhWO2hQKHV7WAasQFjAAegQIBhAB&url=https%3A%2F%2Fwww>

[w.bde.es%2Ff%2Fwebbde%2FSES%2FSecciones%2FPublicaciones%2FInformesBoletinesRevistas%2FArticulosAnaliticos%2F19%2FT4%2Fdescargar%2FFich%2Fbe1904-art29.pdf&usg=AOvVaw2z2V6ATYmWSJXyhwqMvlQJ](http://w.bde.es%2Ff%2Fwebbde%2FSES%2FSecciones%2FPublicaciones%2FInformesBoletinesRevistas%2FArticulosAnaliticos%2F19%2FT4%2Fdescargar%2FFich%2Fbe1904-art29.pdf&usg=AOvVaw2z2V6ATYmWSJXyhwqMvlQJ)

GUAL, J./ HELLWIG, M./ PERROT, A./ POLO, M./ REY, P. (coord)/ SCHMIDT, K./ STENBACKA, R., “An economic approach to Article 82”, *Economic Advisory Group on Competition Policy, DG Competition* [en línea]. 2005. [fecha de consulta: 28 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://ec.europa.eu/dgs/competition/economist/eagcp\\_july\\_21\\_05.pdf](https://ec.europa.eu/dgs/competition/economist/eagcp_july_21_05.pdf)

ISDA, “The basics of Loan-Linked ISDA Master Agreements”, *ISDA* [en línea]. 2009. [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://www.derivdocu.com/assets/Loan-Linked\\_ISDA.pdf](https://www.derivdocu.com/assets/Loan-Linked_ISDA.pdf)

LOAN MARKET ASSOCIATION, “Guide to Syndicated Loans & Leveraged Finance Transactions”, *LMA* [en línea]. 2013. [fecha de consulta: 17 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://www.lma.eu.com/application/files/1614/7749/3386/LMA\\_Guide\\_to\\_Syndicated\\_Loans.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/1614/7749/3386/LMA_Guide_to_Syndicated_Loans.pdf)

ÓSKARSDÓTTIR, T.Ó., “Syndicated Lending and Antitrust”, *Lund University, Faculty of Law, Master Thesis* [en línea]. 2018. [fecha de consulta: 25 de marzo de 2020]. Disponible en: <http://lup.lub.lu.se/student-papers/record/8947974>

STANDARD & POOR’S, “A guide to the European Loan Market”, *S&P Global* [en línea]. 2010. [fecha de consulta: 5 de febrero de 2020]. Disponible en: [https://www.lcdcomps.com/d/pdf/European\\_Loan\\_Primer.pdf](https://www.lcdcomps.com/d/pdf/European_Loan_Primer.pdf)

STANDARD & POOR’S, “LCD Loan Primer”, *S&P Global* [en línea]. 2018. [fecha de consulta: 18 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.lcdcomps.com/d/pdf/LCD%20Loan%20Primer.pdf>

## Recursos de internet

ISDA. [en línea] *About ISDA*. [fecha de consulta: 29 de marzo de 2020]. Disponible en: <https://www.isda.org/about-isda/>

LSTA. [en línea] *Are Loan Syndications Anti-Competitive? Not As Simple As You Think*, 2017 [fecha de consulta: 6 de febrero de 2020]. Disponible en: <http://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-assimple-as-you-think>

THOMSON REUTERS PRACTICAL LAW. [en línea] *Loan Pricing: Market Flex v. Reverse Flex*, 13 de junio de 2012 [fecha de consulta: 26 de marzo de 2020]. Disponible en: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-519-8611?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-519-8611?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))