

4. DERECHO BANCARIO

La fijación del precio de derivados extrabursátiles de cobertura del riesgo de tipo de interés y su calificación como conducta colusoria de acuerdo con el artículo 1 LDC y 101 TFUE

Price setting in over-the-counter interest rate derivatives and its classification as a collusive conduct under Articles 1 LDC and 101 TFEU

por

BRUNO MARTÍN BAUMEISTER
Profesor Adjunto de Derecho mercantil

RESUMEN: La Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16 sanciona a cuatro entidades de crédito por infracción muy grave del artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC) así como del artículo 101 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés. Este trabajo tiene por objetivo evaluar los aspectos potencialmente anticompetitivos asociados a la contratación de derivados extrabursátiles de cobertura de tipos de interés, tal y como aparecen identificados por la CNMC, y señalar las dificultades interpretativas que presenta la Resolución.

ABSTRACT: In its Resolution of February 13, 2018, S/DC/0579/16, Spain's Competition Authority (CNMC) sanctions four banks for a very serious infringement of Article 1 of the Law on the Defense of Competition (LDC) as well as Article 101 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) for a concerted action in setting prices above market conditions in over-the-counter interest rate derivatives. This paper addresses the potentially anti-competitive aspects associated with the contracting of over-the-counter interest rate derivatives, as identified by the CNMC, and the interpretative difficulties presented by the Resolution.

PALABRAS CLAVE: CNMC. Derivados extrabursátiles de tipo de interés. Artículo 101 TFUE.

KEY WORDS: CNMC. OTC interest rate derivatives. Article 101 TFEU.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN.—II. CONTRATACIÓN DE DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE TIPO DE INTERÉS VINCULADOS A CONTRATOS DE FINANCIACIÓN SINDICADA: 1. OPCIÓN DE TIPO DE INTERÉS *COLLAR* (*INTEREST RATE COLLAR*). 2. PERMUTA FINANCIERA DE TIPO DE INTERÉS (*INTEREST RATE SWAP* o *IRS*).—III. VALORACIÓN DE LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS: 1. TIPO *FLOOR* DEL *COLLAR* Y TIPO FIJO DEL *SWAP*. 2. «IMPORTE DE LIQUIDACIÓN» EN CASO DE AMORTIZACIÓN ANTICIPADA.—IV. ANTECEDENTES DE LA RESOLUCIÓN DE LA CNMC.—V. DELIMITACIÓN Y CALIFICACIÓN DE LAS CONDUCTAS IMPUTADAS: 1. APARTADO 1 DEL ARTÍCULO 1 LDC Y DEL ARTÍCULO 101 TFUE: A. *Restricción por objeto*. B. *Carácter único y continuado de la infracción*. 2. APARTADO 3 DEL ARTÍCULO 1 LDC Y DEL ARTÍCULO 101 TFUE.—VI. CONCLUSIONES.

You really do want to be the determining party
Shuyler K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, 2010

I. INTRODUCCIÓN

La resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16 sanciona a cuatro entidades de crédito por infracción muy grave del artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC) así como del artículo 101 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) por actuación concertada en la fijación de precios por encima de las condiciones de mercado en los derivados extrabursátiles utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados en financiación de proyectos¹. Al margen de que la multa de 91 millones de euros representa la tercera sanción más elevada en la historia de la autoridad de defensa de la competencia española, este asunto reviste el máximo interés porque supone la primera incursión de la CNMC en los aspectos potencialmente anticompetitivos del mercado de financiaciones sindicadas². El interés de la CNMC por esta práctica bancaria puede enmarcarse dentro de una tendencia más amplia impulsada en este mismo sentido en los últimos años por la Comisión Europea y las autoridades nacionales de la competencia³. El ‘Management Plan’ de 15 de febrero de 2017 de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea⁴ sitúa entre sus prioridades de investigación los aspectos de competencia relacionados con la negociación y conclusión de contratos de financiación sindicada⁵. Esta declaración de principios se ha materializado en el encargo de un estudio sobre ‘estructuras de mercado’ y ‘cuestiones potenciales de competencia’ en Alemania, Francia, Países Bajos, Polonia, España y el Reino Unido, cuya publicación está prevista para el segundo semestre de 2018⁶. El encargo de la Comisión comprende el análisis de las ‘dinámicas entre actores del mercado’, sobre todo las restricciones a la liquidez de los mercados secundarios de sindicación, la presencia de entidades de *shadow banking* y las diferencias en el poder de mercado según el tipo de partes financiadas⁷. La Comisión Europea también destaca en su Management Plan 2017 la notable opacidad del mercado de derivados extrabursátiles en general y su intención de seguir investigándolo en línea con sus decisiones en los asuntos ISDA e IHS Markit de julio de 2016⁸.

Por su conexión con los hechos probados que son objeto de la Resolución de la CNMC, merece la pena destacar también los asuntos Euribor/Tibor, Euribor/Yird y Lombard Club, en los que la Comisión Europea sanciona como infracciones especialmente graves los intercambios de información y acuerdos de fijación de precios en el mercado de derivados de tipos de interés⁹.

Este trabajo tiene por objetivo valorar, a partir de un comentario crítico de la Resolución de la CNMC, los aspectos anticompetitivos asociados a la contratación de derivados extrabursátiles de cobertura de tipos de interés vinculados a un contrato de financiación sindicada. En el apartado II: de este trabajo se explica el funcionamiento de la contratación de derivados extrabursátiles de tipo de interés vinculados a contratos de financiación sindicada. En particular, se revisan las tipologías de derivados que son objeto de análisis en la Resolución de la CNMC. El apartado III: expone los criterios que subyacen a la metodología de valoración de los derivados extrabursátiles de tipos de interés. El apartado IV: expone brevemente los antecedentes de la Resolución de la CNMC. El apartado V: analiza las dos conductas reprochadas por la CNMC a las entidades sancionadas, esto es, la conducta consistente en la coordinación para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés de un contrato de financiación sindicada y la vinculación entre la concesión de la financiación sindicada y la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas entidades que actúan como partes financieras en la financiación. El apartado VI: contiene una recapitulación de las conclusiones del trabajo.

II. CONTRATACIÓN DE DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE TIPO DE INTERÉS VINCULADOS A CONTRATOS DE FINANCIACIÓN SINDICADA

Los contratos de financiación sindicada suelen prever, prácticamente sin excepción, la fijación de tipos de interés variable. La estipulación de un tipo de interés que comprende una magnitud variable —generalmente, EURIBOR a seis meses o LIBOR a tres meses— conlleva oscilaciones, que, potencialmente, pueden dar lugar a un encarecimiento del coste de financiación para la parte financiada y poner en peligro la capacidad de esta para atender el servicio de deuda. Este fenómeno recibe la denominación de ‘riesgo de tipo de interés’¹⁰. El riesgo de tipo de interés es especialmente acuciante en las modalidades de financiación autofinanciada o con recurso limitado —p. ej. en el caso de financiación de proyectos o de adquisición apalancada—, en las que el caso base suele prever un ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD) muy ajustado al rango de flujos de caja. De ahí que, de cara a un incremento significativo del coste de financiación y en previsión de un posible incumplimiento, es habitual que las partes financieras exijan a la parte financiada la contratación de un instrumento derivado de cobertura de tipo de interés¹¹. El riesgo de tipo de interés puede ser objeto de cobertura a través de dos figuras de instrumentos derivados, la denominada opción de tipo de interés *collar* (*interest rate collar*) y la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap* o IRS), como se desarrolla a continuación¹².

1. OPCIÓN DE TIPO DE INTERÉS COLLAR (*INTEREST RATE COLLAR*)

El *collar* se desdobra en dos opciones de tipo de interés, denominadas, a su vez, *cap* y *floor*. El *cap* es una opción de tipo de interés en virtud de la cual

una parte contratante —en nuestro supuesto, la parte financiada— se obliga a pagar una prima a otra parte contratante —denominada Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable—, a cambio de que esta última se obligue a abonarle, en una o más fechas futuras, el importe que resulta de aplicar el tipo de interés en que el tipo de referencia variable de la financiación subyacente exceda el tipo máximo acordado —también denominado tipo *cap*, equivalente al tipo fijo aplicable en la fecha de contratación de la financiación más un determinado tipo diferencial—¹³, sobre un determinado importe notional acordado entre las partes, esto es, el importe del principal de la financiación o la parte de la misma cuya cobertura se pretende¹⁴. La opción de tipo de interés *cap* tiene la virtualidad de proteger a la parte financiada frente a eventuales subidas del tipo de interés del crédito sindicado: cuando el tipo de referencia variable excede el tipo *cap*, la parte financiada recibe un ingreso que le permite abonar la diferencia a la parte financiera, de modo que la parte financiada paga siempre, como máximo, el tipo *cap* acordado.

El *floor*, por su parte, es una opción de tipo de interés en virtud de la cual una parte contratante —en nuestro supuesto, la parte financiera—, se obliga a pagar una prima a otra parte contratante —la Entidad de Cobertura o Pagador del Tipo Variable que, en este caso, es la parte financiada—, a cambio de que esta última se obligue a pagar, en el supuesto de que en determinadas fechas futuras previamente pactadas por las partes contratantes el tipo de interés de referencia descienda por debajo del tipo de interés mínimo acordado (tipo *floor*), la diferencia entre esos dos tipos de interés, multiplicada por el importe notional que está siendo cubierto frente a la bajada de tipo de interés. El *floor* es una opción que protege a la parte financiera de eventuales bajadas del tipo de interés: aunque la parte financiera obtiene menos ingresos en concepto de intereses bajo el crédito sindicado en el momento en que el tipo de referencia variable desciende por debajo del tipo *floor*, logra compensar esta pérdida mediante el ingreso de un importe equivalente a la diferencia entre el tipo de interés mínimo y el tipo de referencia variable, de modo que percibe siempre, como mínimo, el tipo *floor* acordado¹⁵.

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

2. PERMUTA FINANCIERA DE TIPO DE INTERÉS (*INTEREST RATE SWAP* O *IRS*)

El segundo tipo de instrumento derivado es la permuta financiera de tipo de interés (*interest rate swap*), que representa alrededor del 95% del mercado¹⁶.

En este caso, la parte financiada se obliga a pagar a la entidad de cobertura el importe equivalente a la multiplicación de un tipo de interés fijo sobre un determinado importe notional a cambio de que la entidad de cobertura se obligue a pagar a la parte financiada un tipo de interés variable calculado sobre el mismo importe notional en una determinada fecha de liquidación¹⁷. De esta configuración se derivan tres posibles escenarios: (i) si en la fecha de liquidación el tipo de referencia variable se sitúa por debajo del tipo de interés fijo, la parte financiada debe abonar a la entidad de cobertura el tipo diferencial multiplicado por el importe notional; (ii) si en la fecha de liquidación si el tipo de referencia variable es igual al tipo de interés fijo, el tipo de diferencial es igual a cero y la liquidación es nula, lo que implica que ninguna de las partes está obligada a realizar un pago; y (iii) si en la fecha de liquidación el tipo de referencia variable es superior al tipo de interés fijo, será la entidad de cobertura quien tenga que abonar el tipo diferencial multiplicado por el importe notional a la parte financiada. En resumen, mediante la contratación del *swap*, la parte financiada elimina el riesgo asociado a una subida de tipo de interés por encima del tipo fijo pactado, aunque renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una bajada de tipo de interés por debajo de ese tipo fijo. Desde el punto de vista de la parte financiada y en términos estrictamente económicos, la contratación del *swap* convierte el tipo de interés variable en un tipo fijo. Correlativamente, la parte financiera se asegura que siempre recibirá el tipo de interés fijo pactado en el *swap*¹⁸.

Los derivados bursátiles de cobertura de tipos de interés que son objeto de negociación en mercados financieros organizados son contratos totalmente estandarizados —con un mismo precio y vencimiento para todos los participantes—, características que son determinantes para la liquidez y transparencia del mercado. Sin embargo, la mayor parte de los derivados de tipo de interés vinculados a financiaciones sindicadas suelen ser objeto de negociación en mercados no organizados, también conocidos como mercados *over the counter* o OTC. En estos mercados se contratan derivados que se acuerdan a la medida de ciertas partes financieras y financiadas con el objetivo de dar cobertura a los riesgos específicos de una concreta operación de financiación. Sin embargo, a pesar de la bilateralidad y especificidad de los contratos OTC, las partes suelen acudir a unas condiciones marco en la negociación de este tipo de productos. Son destacables, en este sentido, los modelos contractuales normativos elaborados por la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) —por ejemplo, el *ISDA Master Agreement*, que constituye la principal referencia de todos los modelos contractuales utilizados en este mercado y que ha sido adaptado a numerosos ordenamientos jurídicos; Alemania, Francia y España, entre otros—. El modelo contractual español es el *Contrato Marco para Operaciones Financieras* (CMOF), cuya primera versión fue elaborada por la Asociación Española de la Banca Privada (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) en 1997¹⁹. Los contratos de cobertura suelen ser bilaterales, de modo que, aunque la cobertura la ofrezcan varias partes financieras, cada una de ellas debe suscribir con la parte financiada un contrato marco diferenciado. Los proveedores del derivado de cobertura pueden ser partes financieras que han suscrito una cuota en la financiación sindicada o terceros externos a esta —aunque en la práctica suele tratarse casi siempre de entidades que participan en la financiación y su participación en la cobertura suele ser proporcional a la cuota suscrita en la financiación—.

III. VALORACIÓN DE LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES DE COBERTURA DE TIPOS DE INTERÉS

1. TIPO *FLOOR* DEL COLLAR Y TIPO FIJO DEL *SWAP*

El contrato de financiación del proyecto no solo suele prever que la parte financiada se obliga a contratar un derivado de cobertura de tipo de interés con el fin de evitar los riesgos asociados a la fluctuación del tipo de interés de referencia, sino que exige que su contratación tenga lugar ‘en condiciones de mercado’²⁰. En el 90% de los contratos de derivados analizados en la Resolución de la CNMC, los tipos *floor* del collar y los tipos fijos del *swap* fueron comercializados como tipos ‘coste cero’ o ‘en condiciones de mercado’²¹. Además, las confirmaciones del CMOF o bien no prevenían o bien excluían expresamente la aplicación de comisiones al tipo *floor* o al tipo fijo del *swap*, reforzando así la idea de que se ofrecían ‘en condiciones de mercado’. Sin embargo, a pesar de lo que pueda sugerir el término ‘condiciones de mercado’ contenido en las estipulaciones contractuales, conviene aclarar de antemano que no existe un mercado organizado de derivados para la cobertura de riesgo de tipos de interés de financiaciones sindicadas destinados a *project finance*. Las partes de la financiación suelen formalizar la cobertura mediante la contratación de un derivado acordado a su medida, no estandarizado, que no puede negociarse como tal en mercados organizados y para el que tampoco existe, por tanto, un precio cotizado públicamente que pueda ser contrastado fácilmente por el cliente del producto —la parte financiada en este caso—. Los contratos de financiación sindicada, *term sheets*, contratos CMOF y confirmaciones de los derivados tampoco especifican los criterios generales de determinación del precio ‘en condiciones de mercado’, ni el método concreto de fijación del tipo *floor* o del tipo fijo en caso de *swap*.

La práctica bancaria interpreta que la contratación del derivado ‘en condiciones de mercado’ exige que la contraparte proveedora ofrezca el derivado al ‘valor razonable’ (denominado en algunos documentos *fair value*)²², esto es, en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia en el momento del cierre de la operación, de manera que el instrumento de cobertura no tenga coste para el cliente —i.e. que el cliente no venga obligado a pagar una comisión por la cobertura de tipos de interés, ni tampoco adquirir un instrumento de cobertura con valor negativo para él en el momento de la contratación—. En vista de la inexistencia de un mercado organizado de derivados para la cobertura de riesgo de tipos de interés de financiaciones sindicadas, las entidades que actúan como contrapartes y que proveen estas coberturas suelen consultar los mercados organizados en los que se negocian derivados estandarizados de tipos de interés, con el fin de utilizar los precios de cotización bursátil como dato en el cálculo del valor que tiene para ellos el instrumento de cobertura que ofrecen al cliente. En el caso del *collar*, la fijación del tipo *cap* —y la identificación correlativa del importe de prima que el cliente debiera pagar a la contraparte— determina que para la contraparte existe un único tipo *floor* cuyo importe de prima —pagadero por la entidad de cobertura al cliente— sea idéntico al importe de la prima del tipo *cap*. Ese tipo *floor* sería el ‘precio de mercado’, el único que asegura que la prima neta —la que paga el cliente por el *cap*, menos la que recibe por el tipo *floor*, que es igual a la prima que debe pagar el cliente por el collar— sea igual a cero²³. De ahí que si las entidades de cobertura acuerdan subir apreciablemente el tipo *floor* por encima del ‘precio en condiciones de mercado’ (una vez fijado el del

tipo *cap*) —como parece que sucede en el caso de las entidades sancionadas por la CNMC—, el valor del *collar* para el cliente en el momento de la contratación sea negativo, no cero. Esto implica que el cliente debiera haber recibido en aquel momento una prima de la contraparte igual a ese valor negativo. Si no la recibe, ese valor negativo equivale a un margen implícito a favor de las contrapartes, que el cliente asume sin saberlo en el momento de la contratación, en contra de lo previsto en el contrato de cobertura.

En el caso del *swap* el proceso es análogo: conforme a las condiciones de mercado en los mercados organizados de *swaps* de tipos de interés, solo hay un tipo fijo del *swap* para el que el valor del derivado es nulo tanto para el cliente como para cada entidad de cobertura y ese tipo fijo es el ‘precio en condiciones de mercado’. La concertación entre las entidades incoadas para fijar un tipo fijo del *swap* superior al ‘precio en condiciones de mercado’ conlleva que el derivado tenga un valor negativo para el cliente y positivo para las contrapartes desde el mismo momento de la contratación, puesto que aumenta la probabilidad de que las liquidaciones del derivado se traduzcan en pagos del cliente a las contrapartes. Como sucede también en el caso del *collar*, esto implica que el cliente debiera recibir en el momento de la contratación una prima del banco igual a ese valor negativo. Si no la recibe, ese valor negativo equivale a un margen implícito a favor de las contrapartes, que el cliente asume sin su conocimiento en el momento de la contratación, en contra de lo previsto en el contrato de cobertura.

2. «IMPORTE DE LIQUIDACIÓN» EN CASO DE AMORTIZACIÓN ANTICIPADA

La amortización gradual del principal pendiente de reembolso bajo el contrato de financiación supone una reducción del riesgo de tipo de interés para las partes financieras —en la medida en que reduce la base de cálculo de los intereses pagaderos—. La disminución del riesgo de tipo de interés permite, a su vez, reducir el importe nocional del derivado vinculado de cobertura. De ahí que las confirmaciones del derivado asociado a un contrato de financiación con un calendario de amortización gradual del principal suelen prever un calendario de reducción del importe nocional que replica las fechas y porcentajes de amortización del principal. Al margen de la amortización ordinaria, el contrato de financiación sindicada suele regular los pagos de amortización anticipada —voluntarios u obligatorios para la parte financiada, según los casos—, que, como parece lógico, debieran dar lugar a reducciones correlativas del importe nocional del derivado. En este contexto aparecen dos cuestiones que normalmente se van abordar en la confirmación del derivado. De un lado, las partes deben prever si la reducción del importe nocional del derivado opera de manera automática o a instancia de las partes y, en este último caso, si la facultad debe corresponder al cliente, a la entidad de cobertura o a ambos. Por otra parte, las partes deben regular la manera de calcular el denominado ‘Importe de Liquidación’ (en la terminología CMOF; *close-out amount* en el marco ISDA), esto es, el importe de los daños y perjuicios económicos que supone para las partes la amortización anticipada del principal. La forma de cálculo del Importe de Liquidación varía según que la causa de amortización anticipada sea imputable a una de las partes (*event of default* en el marco ISDA) o resultado de una circunstancia ajena a la voluntad de las partes (*termination event* en el marco ISDA). En el primer supuesto, el Importe de Liquidación es igual a la pérdida o ganancia experimentada como consecuencia de la amortización anticipada por la parte *in bonis* («no culpable»)

y deberá ser calculado por esta (en tal calidad, *determining party*) conforme a los criterios establecidos en el contrato marco. Cuando la amortización anticipada se funda en una causa ajena a la voluntad de las partes, cada parte tiene derecho a calcular su propia pérdida o ganancia y el Importe de Liquidación resulta de la suma de ambos importes y dividiendo el resultado entre dos.

Cabe señalar que en el caso de la reducción del importe notional como consecuencia de un pago de amortización anticipada de naturaleza voluntaria —que representa el supuesto más frecuente—, la reducción del importe notional suele operar a instancia de la parte financiada, mientras que el cálculo del Importe de Liquidación corresponde a la parte financiera.

IV. ANTECEDENTES DE LA RESOLUCIÓN DE LA CNMC

El asunto que es objeto de la Resolución de la CNMC se remonta al año 2012, cuando la parte financiada descubre que, tras la realización de ciertos pagos de amortización anticipada, el importe notional cubierto por los derivados vinculados era superior al importe de principal pendiente de reembolso²⁴. En vista de que, según recogía el contrato de financiación sindicada, la cantidad cubierta por el derivado no debía exceder de un determinado porcentaje del principal (nunca superior al 100%), la parte financiada procedió a ajustar el importe notional de los derivados a esta circunstancia y canceló el exceso de cobertura, con el consiguiente coste. Al realizar esta operación, las entidades incoadas requirieron a la parte financiada el pago de un Importe de Liquidación muy significativo, cuyo cálculo no le fue explicado a pesar de haber formulado una solicitud en este sentido. En concreto, las entidades alegaron que para llegar a esas cifras se había utilizado una metodología interna confidencial de la entidad, distinta para cada banco. La parte financiada contrató a un experto independiente para revisar los contratos de derivados suscritos por ella²⁵. El experto concluyó que, pese a lo reflejado en la escritura de elevación a público de los contratos, las entidades incoadas falsearon los precios de mercado de los tipos *floor* contratados, incrementándolos mediante diferenciales ocultos o comisiones implícitas que superaban los 100 puntos básicos. Esto provocó, según el informe, que desde el mismo instante de su contratación y sin el conocimiento de la denunciante, se generase un beneficio inmediato para las entidades incoadas y pérdidas para la parte financiada, al no estar valorado el tipo a ‘coste cero’ o ‘en condiciones de mercado’, lo que incrementaba además el Importe de Liquidación en cantidades que no concordaban con las condiciones conocidas por la parte financiada. Según el experto, no solo se había sumado un sobreprecio al precio de cotización ‘en condiciones de mercado’ del derivado, sino que las entidades habrían concertado ese precio ficticio a espaldas del cliente, ya que resultaba extremadamente difícil que todas las entidades tuvieran la misma cotización en el mercado dado que cada entidad trabaja con distintas metodologías de cálculo y pide la cotización en distintos momentos de tiempo. Mediante el análisis de una muestra representativa del sector de las energías renovables, el experto concluyó que la manipulación de los precios de mercado por parte de las cuatro entidades, a través de la inclusión de ‘márgenes’ o ‘comisiones implícitas’, habría sido generalizada en el periodo comprendido entre 2008 y 2012.

El contenido del informe impulsa a la parte financiada a denunciar ante la CNMC a las cuatro entidades incoadas el 23 de julio de 2015 por conductas prohibidas por la LDC. Durante la fase de instrucción, la Dirección de Competencia

realizó requerimientos de información a la parte financiada, Banco de España, Instituto de Crédito Oficial y a una serie de empresas promotoras de proyectos que habían suscrito derivados para la cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados destinados a *project finance*. Las evidencias sobre las que se basa la Resolución de la CNMC para acreditar la efectiva comisión de la conducta que se le imputa a las entidades incoadas²⁶ se recogen en (i) la propia denuncia de la parte financiada, (ii) la información recabada por la Dirección de Competencia a resultados de requerimientos de información, (iii) correos electrónicos intercambiados entre las entidades y el cliente y (iv) conversaciones entre los bancos previas al cierre de las operaciones en las que se abordaba la fijación del tipo *floor* y/o del tipo fijo *swap*²⁷.

V. DELIMITACIÓN Y CALIFICACIÓN DE LAS CONDUCTAS IMPUTADAS

1. APARTADO 1 DEL ARTÍCULO 1 LDC Y DEL ARTÍCULO 101 TFUE

La Resolución de la CNMC delimita y atribuye a las entidades sancionadas dos conductas constitutivas de una infracción del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE. En primer lugar, analiza la conducta consistente en la coordinación para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés de un contrato de financiación sindicada destinado a *project finance*, que fue la conducta inicialmente valorada como infracción por la Dirección de Competencia en el Pliego de Concreción de Hechos (PCH) notificado el 12 de enero de 2017. En segundo lugar, la Resolución de la CNMC analiza la conducta consistente en la vinculación injustificada entre la concesión de la financiación sindicada y la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas entidades que actúan como partes financieras en la financiación; segunda conducta que la Dirección de Competencia incluye como parte de una infracción única y continuada de los artículos 1 LDC y 101 TFUE en la propuesta de resolución notificada a las partes el 31 de marzo de 2017.

A. Restricción por objeto

En cuanto a la primera conducta, el Consejo de la CNMC acepta que ni la fijación de un precio del tipo *floor* o del tipo fijo del *swap*²⁸ ‘en condiciones mercado’ o con ‘coste cero’ ni tampoco —aunque con algunas dudas— la fijación de dichos tipos con un margen (*spread*) representan conductas prohibidas del apartado 1 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, siempre que el proceso de determinación del precio se realice en condiciones de transparencia para la parte financiada²⁹. De aquí podemos concluir que el tenor literal de las cláusulas de tipo *floor* y de tipo fijo del *swap* contenidas en los contratos de derivados suscritos por las partes sería compatible con los artículos 1 LDC y 101 TFUE. El Consejo considera, sin embargo, que la conducta adoptada por las entidades incoadas para la determinación de un precio del tipo *floor* y del tipo fijo del *swap* superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado es ilícita y se realiza con desconocimiento de las partes financiadas, lo que representa una restricción por objeto en forma de infracción única y continuada en el tiempo en el sentido del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE³⁰. Aunque el Consejo no se expresa literalmente en estos términos, cabe entender que la infracción reside, no en la redacción de las

cláusulas relativas al tipo *floor* y del tipo fijo del *swap* contenidas en los contratos de derivados, sino en la ejecución de las mismas, esto es, en la adopción de una ‘práctica engañosa’ para la fijación del tipo *floor* y del tipo fijo del *swap* en niveles superiores a las condiciones de mercado previstas en el contrato. El Consejo rechaza, además, el argumento de las entidades incoadas de que la supuesta infracción se refiera a un número concreto y limitado de operaciones de financiación de proyecto, esto es, a las operaciones sobre las que versan las grabaciones que obran en el expediente. Al contrario, la conducta imputada representa una conducta de ‘carácter único y continuado’, que reúne los requisitos establecidos al respecto en la jurisprudencia europea³¹. En cuanto a la segunda conducta, el Consejo rechaza el argumento de la Dirección de Competencia de que resulta anticompetitivo que las partes financieras obliguen a los clientes a contratar la cobertura con las propias entidades acreditantes. En este sentido, considera que esta práctica, por sí misma, no resultaría contraria a la normativa sobre competencia³².

De la calificación de las conductas imputadas realizada por la CNMC resultan llamativos varios aspectos. En primer lugar, la Resolución no aclara si la conducta adoptada por las entidades incoadas constituye una restricción por objeto porque supone un intercambio de información entre competidores que reduce la incertidumbre acerca de las conductas futuras o porque las entidades incoadas incurren en un incumplimiento contractual al notificar como tipo de interés de mercado a la parte financiada un tipo de interés que es, de media, un 2,5% superior al tipo de mercado. En el primer supuesto —asumiendo que la CNMC se refiera efectivamente al intercambio de información entre competidores, cuya calificación como restricción por objeto está ampliamente confirmada en la jurisprudencia europea—, llama la atención que la resolución se apoye en la sentencia del asunto *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato* de 23 de enero de 2018, cuya similitud con los antecedentes de hecho de la Resolución no es fácil de apreciar a priori³³. En el asunto *Hoffmann-La Roche* el Tribunal de Justicia confirma la sanción a dos empresas farmacéuticas que comercializan medicamentos competidores por una práctica que tiene como objetivo, en un contexto caracterizado por la incertidumbre científica, la difusión de información engañosa sobre uno de los medicamentos con el fin de lograr una segmentación de mercados³⁴. La CNMC cita textualmente el apartado 94 de la sentencia del Tribunal de Justicia: «una práctica colusoria que persigue los objetivos descritos [...] [información engañosa dirigida a inducir a error y a exagerar la percepción por el público de determinados riesgos] tiene un grado de nocividad para la competencia suficiente para que resulte superfluo el examen de sus efectos»³⁵. En lugar de forzar la analogía entre la manipulación del precio de un derivado extrabursátil y la difusión de información engañosa sobre un medicamento por parte de empresas farmacéuticas, la CNMC quizá podría haber considerado las decisiones de la Comisión en los asuntos sobre derivados de tipos de interés en yenes (YIRD) y en euros (EIRD)³⁶, que identifican una restricción de la competencia en forma de manipulación de un índice de precios de referencia. Seguramente la CNMC fuera consciente de que es difícil establecer una similitud entre el mercado de derivados de tipo de interés bursátil y extrabursátil. El mercado bursátil es un mercado de contratación en el que se da una gran transparencia en la formación de los precios debido, precisamente, a la existencia de un índice de tipos de referencia —y que es objeto de manipulación por las entidades sancionadas—, mientras que el mercado extrabursátil carece de liquidez y es esencialmente opaco. Mientras que la manipulación de un índice bursátil de precios de referencia es susceptible de convertir un elemento

variable en uno predecible para las entidades que participen en la manipulación y condiciona significativamente la conducta de las entidades que no participan en la manipulación, parece difícil que la coordinación de precios en un derivado extrabursátil llegue al conocimiento y condicione efectivamente la conducta de terceros. Sin embargo, aun cuando un mercado no está regulado o no cuenta con un índice de precios de referencia, el intercambio de información de precios puede constituir, potencialmente, una restricción por objeto. En el asunto *Fresh Del Monte Produce, Inc. et al. contra Comisión Europea*, —al que la Resolución de la CNMC no hace referencia—, el Tribunal General establece que un acuerdo de intercambio de información de precios es susceptible de constituir una restricción por objeto si se puede acreditar la ‘relevancia de los precios de referencia en el sector afectado’³⁷. Las tablas 1 y 2 de la Resolución de la CNMC evidencian para las entidades incoadas porcentajes de participación muy elevados en las operaciones de financiación sindicada de *Project finance*. Si unimos este dato al hecho de que tres de las cuatro entidades incoadas se sitúan entre los 25 mayores bancos agentes de EMEA, no parece descabellado pensar que la fijación de precios de referencia pudiera, potencialmente, ser ‘relevante para el sector afectado’³⁸. Sin embargo, aun suponiendo que la intención del Consejo hubiera sido la de apreciar este criterio, las grabaciones que obran en el expediente relativas a los intercambios de información se refieren a una operación concreta de financiación y no representan realmente un muestreo del periodo comprendido entre los años 2006 y 2016 como parece dar a entender la Resolución de la CNMC³⁹.

Si, en lugar de al intercambio de información de precios, el reproche de la CNMC apuntara a la coordinación para el incumplimiento contractual como restricción por objeto, tendríamos mayores dificultades en seguir el razonamiento⁴⁰. Parece que la controversia en torno al incumplimiento contractual acreditado con respecto a una sola operación —la notificación a la parte financiada de un supuesto precio ‘de mercado’, que sin embargo no ha sido calculado correctamente conforme a lo establecido en el contrato—, debiera encontrar mejor acomodo en el régimen de responsabilidad contractual, en el Derecho de competencia desleal y en el Derecho del mercado de valores. De hecho, la referencia al laudo arbitral iniciado por una de las entidades incoadas que aparece en la sección IV.4 de la Resolución de la CNMC —el árbitro declaró la nulidad de un contrato de cobertura *collar*— sugiere que las partes están situando esta controversia en el Derecho de contratos⁴¹. Aun en el caso de que la CNMC hubiera aportado un muestreo que acreditara que las entidades incoadas adoptaron este tipo de conducta de manera generalizada en el periodo 2006-2016, parece que el ilícito seguiría siendo ajeno —o, al menos, desconocido hasta la fecha—, a la interpretación tradicional de los artículos 1 LDC y 101 TFUE. En principio, el cálculo de los precios solo debiera interesar al Derecho de defensa de la competencia en sede de los artículos 2 LDC y 102 TFUE si estos fueran excesivos, excluyentes, predatorios o discriminatorios —cuestiones que la CNMC descarta— y pudiera acreditarse una posición de dominio colectivo de las entidades incoadas. Considerando las cuotas de mercado atribuidas a las entidades incoadas en el periodo objeto de estudio —siempre por encima del 50%, salvo en 2006— y el grado de interconexión y reciprocidad entre ellas, quizá la CNMC pudiera haber prescindido de entrar a calificar el carácter engañoso de la fijación de los precios y haber investigado la existencia de una posición de dominio colectivo y las posibles conductas abusivas que de ella pueden derivar, figura en la que se encuadrarían mejor la práctica de imponer precios excesivos y de vincular el derivado de tipo de interés al crédito de financiación sindicada⁴².

B. *Carácter único y continuado de la infracción*

El Consejo establece que la conducta imputada representa una conducta de ‘carácter único y continuado’, que reúne los requisitos establecidos al respecto en la jurisprudencia europea⁴³. Como ya ha quedado apuntado anteriormente, resulta llamativo que el Consejo entre a calificar como conducta de ‘carácter único y continuado’ una práctica engañosa en el modo de fijación del tipo de interés que, a la luz de los hechos acreditados en el expediente, se refiere a un número reducido de operaciones de financiación referidas a un solo proyecto y que parece que debiera encontrar mejor acomodo en el régimen de responsabilidad contractual, en el Derecho de competencia desleal —por ejemplo, como acto engañoso en el sentido del artículo 5.1 e) Ley de Competencia Desleal— o, quizá, en el Derecho del mercado de valores —por ejemplo, como manipulación del mercado en el sentido del artículo 12 del Reglamento de Abuso de Mercado—⁴⁴.

2. APARTADO 3 DEL ARTÍCULO 1 LDC Y DEL ARTÍCULO 101 TFUE

En relación con la posible aplicación de la exención legal prevista en el apartado 3 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, el Consejo considera que la primera conducta imputada no se encuentra exenta de la prohibición⁴⁵. Sostiene el Consejo que las eficiencias de costes derivadas de la integración de la coordinación de las entidades incoadas no llegan a materializarse debido precisamente a la adopción de una ‘conducta colusoria’⁴⁶. Quizá la utilización del término ‘conducta colusoria’ no sea del todo feliz en este punto. Asumimos que una conducta es calificada como ‘colusoria’ si reúne los requisitos de ‘conducta prohibida’ del apartado 1 y no reúne los requisitos de exención del apartado 3. Entonces, si cualquier conducta prohibida bajo el apartado 1 es susceptible de ser eximida bajo el apartado 3, no resulta lógico que el Consejo declare que la exención del apartado 3 no se aplique en atención a la naturaleza ‘colusoria’ de la conducta⁴⁷. Quizá el Consejo quiso decir que la ‘práctica engañosa’, que parece que adoptaron las entidades incoadas, no era susceptible de satisfacer los requisitos del apartado 3 al no permitir a la parte financiada participar de forma equitativa de sus eficiencias de costes. Además, en vista de que el Consejo no entra a analizar la aplicación de la exención del apartado 3 a las cláusulas de fijación del tipo *floor* y del tipo fijo del *swap* en ‘condiciones de mercado’ —o con un *spread* transparente para la parte financiada—, se refuerza la idea de que estas no reúnen siquiera los requisitos de conducta prohibida del apartado 1, como parece que se desprende de la sección inmediatamente anterior.

Finalmente, sorprenden los importes de las sanciones impuestas por la CNMC en vista de la ausencia de precedentes nacionales y europeos en la materia y de la práctica habitual de no sancionar con excesivo rigor en estos casos, aunque vienen a confirmar el enfoque *never half step* de la autoridad española.

VI. CONCLUSIONES

La Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 acepta que ni la fijación del precio de los tipos *floor* y *swap* ‘en condiciones mercado’ o con ‘coste cero’ ni tampoco —aunque con algunas dudas— la fijación de dichos

tipos con un margen (*spread*) representan una conducta prohibida del apartado 1 de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, siempre que el proceso de determinación del precio se realice en condiciones de transparencia para la parte financiada. El Consejo considera, sin embargo, que la conducta adoptada por las entidades incoadas consistente en la determinación de un precio de los tipos *floor* y *swap*, superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado, es ilícita y se realiza con desconocimiento de las partes financiadas, lo que representa una restricción por objeto en forma de infracción única y continuada en el tiempo en el sentido del artículo 1 LDC y del artículo 101 TFUE. Aunque el Consejo no se expresa exactamente en estos términos, cabe entender que la infracción no reside en la redacción de las cláusulas relativas a los tipos *floor* y *swap* contenidas en los contratos de derivados ISDA/CMOF, sino en la ejecución de las mismas, esto es, en la adopción de una ‘práctica engañosa’ para la fijación de los tipos en niveles superiores a las condiciones de mercado pactadas en el contrato. El Consejo rechaza, por otra parte, el argumento de las entidades incoadas de que la supuesta infracción se refiera a un número concreto y limitado de operaciones de financiación de proyecto, esto es, a las operaciones sobre las que versan las grabaciones que obran en el expediente. Al contrario, la conducta imputada representa una conducta de ‘carácter único y continuado’, que reúne los requisitos establecidos al respecto en la jurisprudencia europea⁴⁸. El Consejo también rechaza el argumento de la Dirección de Competencia de que resulta anticompetitivo que las partes financieras obliguen a los clientes a contratar la cobertura con las propias entidades acreditantes. En este sentido, considera que esta práctica, por sí misma, no resultaría contraria a la normativa sobre competencia.

De la Resolución de la CNMC resultan llamativos tres aspectos. En primer lugar, el Consejo no considera en su razonamiento las decisiones de la Comisión Europea en materia de derivados bursátiles de tipos de interés⁴⁹ y prefiere apoyarse en la sentencia *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato* de 23 de enero de 2018⁵⁰, estableciendo una similitud entre la conducta identificada por el Tribunal de Justicia —una práctica colusoria consistente en la difusión de información sesgada en un mercado de productos farmacéuticos caracterizado por la opacidad de información con el fin de promover la segmentación de mercados⁵¹— y el aparente incumplimiento contractual en el que incurrían las entidades incoadas al notificar como tipo de interés de mercado a la parte financiada un tipo de interés que es, de media, un 2,5% superior al tipo de mercado. En segundo lugar, resulta llamativo que el Consejo entre a calificar como conducta de ‘carácter único y continuado’ una práctica engañosa en el modo de fijación del tipo de interés que, a la luz de los hechos acreditados en el expediente, se refiere a un número reducido de operaciones de financiación referidas a un solo proyecto y que parece que debiera encontrar mejor acomodo en el Derecho de contratos —por ejemplo, como acto engañoso en el sentido del artículo 5.1 e) Ley de Competencia Desleal— o, quizá, en el Derecho del mercado de valores —por ejemplo, como manipulación del mercado en el sentido del artículo 12 del Reglamento de Abuso de Mercado—⁵². Por otra parte, considerando las cuotas de mercado atribuidas a las entidades incoadas en el expediente, quizá la CNMC pudiera haber prescindido de entrar a calificar el carácter engañoso de la fijación de los precios y haber investigado la existencia de una posición de dominio colectivo y las posibles conductas abusivas que de ella pueden derivar, figura en la que se encuadrarían mejor la práctica de fijar precios excesivos y de vincular el derivado de tipo de interés

al crédito de financiación sindicada⁵³. Finalmente, sorprenden los importes de las sanciones impuestas por la CNMC en vista de la ausencia de precedentes nacionales y europeos en la materia y de la práctica habitual de no sancionar con excesivo rigor en estos casos.

En un plano más general, más allá de los hechos acreditados en la Resolución de la CNMC, en la medida en que la fijación de los precios de los derivados extrabursátiles de tipos de interés es un medio muy eficaz para determinar la remuneración de una financiación sindicada, serían de aplicación las mismas consideraciones que hemos expresado ya con respecto a los intercambios de información en forma de sondeos de mercado sobre tipos de interés y comisiones en contratos de financiación sindicada⁵⁴. Entre la recepción de la *Request for Proposal* (RFP) y la presentación de la oferta, los departamentos de originación de las entidades destinatarias pueden sentirse tentados —cuando no directamente instruidos por el comité de créditos— para llevar a cabo sondeos de mercado entre otras entidades con el fin de explorar las probabilidades de éxito de una futura sindicación. Estos sondeos de mercado corren el riesgo de convertirse en un canal de comunicación de información a través del cual las entidades destinatarias de la RFP —supuestamente competidoras— intercambian información sobre tipos de interés y comisiones antes de responder individualmente al RFP⁵⁵. Es recomendable que las conversaciones acerca de la cobertura de tipos de interés mediante derivados no solo tengan lugar después de que la parte financiada haya emitido la carta de mandato, sino que se ciñan estrictamente a las directrices contempladas en ella. En clave de *compliance*, parece crucial confirmar que la carta de mandato o NDA permita expresamente este tipo de sondeos de mercado y, si no fuera el caso, obtener una autorización (*waiver*) por parte de la parte financiada. En este sentido, en línea con su reforma de 2014, podría ser útil que la LMA introdujera una modificación en su modelo de carta de mandato (*appointment letter*) con el fin de preconstituir una prueba acerca de la transparencia en el proceso de contratación de derivados extrabursátiles en el mercado primario⁵⁶.

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., Crédito sindicado, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Civitas, Madrid, 1995.
- BECKER, A., BERNDT, M., y KLEIN, J. (Hrsg.), *Konsortialkreditgeschäft und Sicherheitenpools. Verträge sicher gestalten und praktikabel umsetzen*, 2.^a edición, Finanzkolloquium Heidelberg, Heidelberg, 2010.
- BHARATH, S.T., DAHIYA, S., y HALLAK, I., Corporate Governance and Syndicate Loan Structure, disponible en SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1731374>.
- CAI, J., Competition or Collaboration? The Reciprocity Effect in Loan Syndication, *FRB of Cleveland Policy Discussion Paper*, núm. 09-09R, disponible en <https://ssrn.com/abstract=1595066>.
- CAI, J., EIDAM, F., SAUNDERS, A., y STEFFEN, S., Syndication, Interconnectedness, and Systemic Risk, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508642.
- Diversification or Specialization? An Analysis of Distance and Collaboration in Loan Syndication Networks, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2923150>.

- CAREY, M. y NINI, G., Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 62, núm. 6, diciembre de 2007.
- CHRISTENFELD, A. M. y GOODSTEIN, B. M., Analyzing Antitrust Issues in Lending, *New York Law Journal*, Vol. 249, núm. 108, 2013.
- CHANG, F. B., Death to Credit as Leverage: Using the Bank Anti-Tying Provision to Curb Financial Risk, *New York University Journal of Law and Business*, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2343251>.
- CUENCA MIRANDA, J.M., Derivados y financiaciones sindicadas, en Manzanarés Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, 493 a 524.
- DE MUNS YNZENGA, A., Préstamos y créditos sindicados, en Saavedra Ortiz, J. J. / Serrano Acitores, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.
- ESTEVAN DE QUESADA, C., *Shadow banking* y financiación sindicada, *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año núm. 35, núm. 145, 2017, 205 a 212.
- FRAGUAS BACHILLER, A., Aproximación a los contratos de derivados como cobertura de las operaciones de financiación, en AA.VV., *Cuadernos de Derecho para Ingenieros. Financiación*, Vol. 8, La Ley, 2010, 83 a 85.
- GOODHART, C. y SCHOENMAKER, D., The Global Investment Banks are Now All Becoming American: Does that Matter for Europeans?, *Journal of Financial Regulation*, Vol. 2, núm. 2, 2016, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2805208>.
- HOUSTON, J., ITZKOWITZ, J., y NARANJO, A., Borrowing beyond Borders: The Geography and Pricing of Syndicated Bank Loans, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=969735.
- IMMENGA, U., y MESTMÄCKER, J., *Wettbewerbsrecht*, Tomo II, 5.ª edición, Beck, Múnich, 2014.
- IVASHINA, V., Asymmetric Information Effects on Loan Spreads, *Journal of Financial Economics*, núm. 92, 2009, 300-319, disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=849726.
- JOHNSON, C., Banking, Antitrust And Derivatives: Untying The Antitying Restrictions, *Buffalo Law Review*, Vol. 49, 1-56, 2001, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=607865>.
- LIN, C., MA, Y., MALATESTA, P. H., y XUAN, Y., Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 104, núm. 1, 2012; AFA 2012 Chicago Meetings Paper, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1727752>.
- LIU, Y., y WU, X., Shareholder Activism, Internal Corporate Governance and the Cost of Bank Loans, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2869446>.
- MAGALHAES, R., y TRIBÓ, J. A., Bank Regulations and Loan Contracts, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1343845>.
- 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, *RDBB*, ISSN 0211-6138, Año núm. 36, núm. 148, 2017, 123-160.
- MÍNGUEZ PRIETO, R., y CERDÁ MASIP, A., El contrato entre acreedores: Naturaleza jurídica, alcance objetivo y diversidad subjetiva, su función en escenarios de insolvencia y análisis de figuras afines, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 12, enero-junio de 2013.
- NAVARRO FRÍAS, I., *El contrato entre acreedores*, Thomson Reuters-Civitas, Cizur Menor, 2016.

- PANYAGOMETH, K., y ROBERTS, G. S., *Loan Syndicate Structure: Evidence From Ex Post Risk*, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1083707>.
- QIAN, J., y STRAHAN, P. E., *How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans*, *Boston College Working Paper*, 2005.
- SAAVEDRA ORTIZ, J. J., y SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.
- WIEDMANN, D., y SCHUMACHER, M., *Kreditkonsortien im Visier der Kartellbehörden*, *Börsen-Zeitung*, número 74, 18 de abril de 2015, 13 y 14.

NOTAS

¹ Si la Resolución de la CNMC fuera confirmada en la vía judicial, podría representar un precedente de alcance europeo en la aplicación del artículo 101 TFUE.

² Resolución de la Sala de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC) de 13 de febrero de 2018 en el expediente S/DC/0579/16; véase https://www.cnmc.es/sites/default/files/1928672_17.pdf (último acceso 23/03/2018).

³ Aunque la Resolución de la CNMC evita cuidadosamente realizar un pronunciamiento general sobre la calificación del negocio jurídico de sindicación como práctica colusoria.

⁴ El interés creciente de las autoridades de competencia por los aspectos anticompetitivos de la financiación sindicada se remonta a los asuntos *Royal Bank of Scotland/Barclays* en el Reino Unido y *CompuCredit Holdings Corporation v. Akanthos Capital Management, LLC* en Estados Unidos, ambos del año 2011. En el caso RBS/Barclays, la Office of Fair Trading (OFT) del Reino Unido sancionó el intercambio de información sobre tipos de interés, márgenes y comisiones con vistas a una conducta concertada entre entidades competidoras que vulneraba el derecho europeo y británico de la competencia. RBS resultó sancionado, además, por haber comunicado a Barclays sus preferencias de *pricing* en el marco de un procedimiento de licitación en el que ambas entidades participaban —supuestamente— como postores independientes. En el caso estadounidense *CompuCredit Holdings Corporation v. Akanthos Capital Management, LLC*, el Tribunal de Apelaciones validó las sanciones impuestas a una entidad por conductas anticompetitivas en la originación del crédito sindicado y en la negociación de refinanciación y reestructuración de deuda. Véase nota de prensa del caso RBS/Barclays: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402142426/http://www.of.gov.uk/news-and-updates/press/2011/05-11> (último acceso, 20/04/2018); *CompuCredit Holdings Corporation v. Akanthos Capital Management, LLC et al*, No. 11-13254 (11th Cir. 2012). Véase: https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCOURTS-mnd-0_10-cv-01213. El ruido de fondo generado en el sector a raíz de estos dos asuntos llevó a la *Loan Market Association* (LMA) a publicar una nota en mayo de 2014 en la que advertía a las partes financieras operativas en la Unión Europea de las posibles implicaciones anticompetitivas de ciertas prácticas de mercado. Véase: http://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf (último acceso 21/03/2018). La nota de la LMA señala como prácticas especialmente arriesgadas la realización de sondeos de mercado, los intercambios de información entre departamentos de originación, la fijación de precios en forma de comisiones y tipos de interés, la gestión de información no solicitada y sensible desde el punto de vista de competencia, la interacción de las partes financieras del sindicato de cara a la estipulación y novación de términos y condiciones contractuales así como la conducta de las partes financieras en el marco de acuerdos de refinanciación y situaciones concursales. En el ámbito estadounidense, la *Loan Syndications & Trading Association* (LSTA) publicó una nota en febrero de 2017 en la que alerta de los riesgos anticompetitivos de ciertas conductas habituales en el mercado y del interés creciente de las autoridades de competencias europeas y estadounidenses en investigarlas. En el mercado APLMA se puede apreciar un interés creciente por la problemática de defensa de la competencia de los créditos sindicados. La *Competition Commission* de Hong Kong ha decidido incluir recientemente a la práctica de financiaciones sindicadas en el espectro

de aplicación de la ley defensa de la competencia. Los *webinars* organizados por la APLMA ponen de manifiesto hasta qué punto ciertas prácticas arraigadas en sector se han venido considerando 'inocuas' desde el punto de vista de defensa de la competencia. Véase: <http://www.gtreview.com/news/asia/new-hong-kong-competition-law-could-hit-syndicated-loans/>. En el mercado LSTA también se puede apreciar un interés creciente por este asunto, véase la nota de prensa de LSTA publicada el 21 de febrero de 2017: <http://www.lsta.org/news-and-resources/news/are-loan-syndications-anti-competitive-not-as-simple-as-you-think>.

⁵ Management Plan 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/management-plan-comp-2017_en_0.pdf (último acceso 21/03/2018), véase 11 y nota al pie 31: «*This area exhibits close cooperation between market participants in opaque or in-transparent settings, such as over-the-counter (OTC) activities, which are particularly vulnerable to anti-competitive conduct. Work will focus on obtaining relevant information on market structure, dynamics between market participants and potential competition issues*». Véase la convocatoria del concurso publicada el 11 de abril de 2017 que lleva el título «Sindicación de préstamos de la Unión Europea y su impacto sobre la competencia en los mercados de crédito». El objeto del contrato consiste en un análisis sistemático del mercado de sindicación de préstamos, prestando especial atención a seis Estados miembro de la Unión Europea, y sus posibles implicaciones para la política de la competencia. Véase: <https://etendering.ted.europa.eu/cft/cft-display.html?cftid=2309> (último acceso 13/05/2018).

⁶ *Ibid.*: «*The material scope of the Study is relatively broad, and, as noted above (excluding «plain vanilla» loans), will cover the syndication process with regard to: project finance (including the effects and enforcement of regulation, such as public procurement rules); leveraged buyouts (including the effects of time constraints and limited transparency); and infrastructure projects requiring cross-border financing and execution (with an emphasis on the largest projects by volume and those financed (or co-financed) by European Union programmes). The Study shall also examine the loan syndication market from the perspective of both lenders and borrowers. This will involve an analysis of the economic benefits and drawbacks of syndication for lenders and borrowers and a qualitative and quantitative description of syndication typologies. The Study will also consider market regulation and evolution, and the Commission has highlighted, for example, the impact of the disintermediation of banks from non-bank investor groups, the practical relevance of best-effort syndication, increasing market transparency, credit ratings, the use of structured products, and the roll out of blockchain technology. [...] At a high level, this shall involve an assessment of the most important competition law issues arising in connection with the subject matter of the Study, with a particular focus on the Member States falling within its geographic scope. The Commission is also seeking a general study of the competitive dynamics in the market, including the effects of liquid secondary trading, projects and volumes, and differences in bargaining strength between lender tiers in relation to borrower types. Further to the competition law risks outlined above, the Commission is also requesting an assessment of the nature of information exchange and risk of anti-competitive coordination during the loan origination stage. This will include an analysis of communication between lenders during the market sounding and book building process, and the scope and effects of non-disclosure agreements between prospective lead arrangers and borrowers. The Commission is also concerned with the formation and operation of the syndicate during the loan syndication stage. The Study will therefore assess, in particular, the effect of contract terms, including flexing provisions, ancillary services and cross-selling, as well as recurring standard clauses relating to restructuring and refinancing. Finally, in line with the market evolution points noted above, the Commission is also interested in the future of the syndicated loan market, and the resulting impact on competitive dynamics, for example the potential benefits to funding under European Union programmes (such as the European Fund for Statement Investments)*». En su comunicación a la OCDE de enero de 2010 sobre asuntos de defensa de la competencia, la Comisión Europea ya alertaba de los riesgos anticompetitivos de ciertas prácticas asociadas a la financiación sindicada: «44. Finally, it is worth noting that the crisis may have triggered some developments in banking markets which might increase competition concerns. Traditional activities of investment banking arms of banks are often dominated by a small number of high-profile banks and are characterised by relatively high fees compared to other banking activities. Amongst others, debt underwriting, equity underwriting, M&A

advisory, loan syndication, and the functioning of the wholesale markets appear to be rather concentrated and may have become more so following the exit of some players. Competition concerns may include the following. Banks may co-ordinate on prices or share markets, possibly in the segments related to very large transactions where a small number of banks dominate. Banks could form syndicates to bid together for an investment banking mandate and reduce significantly the alternatives for the client. Banks could refrain from bidding too aggressively for a book runner mandate in the syndicate on the promise of being later selected as a member of the syndicate. Closer scrutiny of such markets may be warranted». Véase Roundtable On Competition, Concentration And Stability In The Banking Sector, Note by the Delegation of the European Union, DAF/COMP/WD (2010) 14, 29 January 2010: http://ec.europa.eu/competition/international/multilateral/2010_banking.pdf (último acceso 09/06/2017).

⁷ Por su parte, la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Reino Unido publicó una nota de prensa en febrero de 2017 en la que declara estar investigando a varias entidades financieras por conductas anticompetitivas relacionadas con el intercambio de información que vaya más allá de lo estrictamente necesario para la formación de un sindicato. En enero de 2010, la *Netherlands Competition Authority* (NMa) de los Países Bajos publicó una nota de prensa en la que indicaba que había llevado a cabo un estudio con el fin de averiguar si la reducción del número de entidades financieras activas en el mercado holandés como consecuencia de la crisis económica había aumentado la incidencia de conductas anticompetitivas. La autoridad concluía que no había indicios de vulneraciones del Derecho de la competencia holandés en los mercados de créditos sindicados y *club deals*: «*Undertakings that have to turn to syndicated loans when seeking substantial, complex, or high-risk loans need to apply to more banks now than before the financial crisis. At the same time, these undertakings have less banks to choose from. In fact, sometimes there is no choice at all. This situation is affecting the undertakings' bargaining positions, says the Netherlands Competition Authority (NMa), having analyzed the market for syndicated loans and club deals. The NMa has found that the number of banks that are active on the Dutch market for club deals and syndicated loans has fallen. The most important reason for this drop is the decrease in the number of mergers and acquisitions that have taken place in the Dutch banking industry. In addition, as a result of the financial crisis, foreign banks have withdrawn from this market to focus on their home markets instead. [...] The study's objective was to identify possible risks concerning competition law or to the market dynamics. The NMa held interviews with various undertakings and financial advisors. The NMa also consulted with banks that offer syndicated loans or club deals in the Netherlands. The NMa has found no indications of violations of the Dutch Competition Act on the market for club deals and syndicated loans*». Véase: <https://www.acm.nl/en/publications/publication/6254/NMa-limited-choice-for-undertakings-when-seeking-syndicated-loans/>.

⁸ Véase *Management Plan* 2017, 11. En este trabajo nos centramos solo en los aspectos anticompetitivos de los derivados extrabursátiles de cobertura de tipos de interés en financiaciones sindicadas. Sin embargo, desde el año 2011 la Comisión Europea ha venido mostrando interés en revisar, en general y con un espectro mucho más amplio, los aspectos anticompetitivos de los contratos de permuta de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS). La Comisión alerta de la opacidad y función especuladora de la negociación de este tipo de derivados y ha identificado varios posibles mercados relevantes, el mercado de negociación de CDS, el mercado información de CDS y el mercado de sistemas de compensación de CDS. Véase nota de prensa de abril de 2011: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-509_en.htm. También son relevantes los asuntos ISDA y Markit, véanse notas de prensa de la Comisión Europea de 20 de julio de 2016: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2586_en.htm; http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-15-6254_en.htm (último acceso 09/03/2018).

⁹ Véanse nota de prensa de la Comisión Europea de 4 de diciembre de 2013 «Antitrust: Commission fines banks € 1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivatives industry»; y Nota de prensa de la Comisión Europea de 11 de junio de 2002 «Lombard Club». Aunque no está relacionado específicamente con la financiación sindicada, el TJUE se pronunció sobre intercambios de información en el sector financiero en el asunto *Asnef-Equifax*, véase Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 23 de noviembre

de 2006, Asnef-Equifax, Servicios de Información sobre Solvencia y Crédito, SL contra Asociación de Usuarios de Servicios Bancarios (Ausbanc), ECLI:EU:C:2006:734. Desde el año 2011 la Comisión Europea ha venido mostrando interés en revisar, en general y con un espectro mucho más amplio, los aspectos anticompetitivos de los contratos de permuta de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS). La Comisión alerta de la opacidad y función especuladora de la negociación de este tipo de derivados y ha identificado varios posibles mercados relevantes, el mercado de negociación de CDS, el mercado información de CDS y el mercado de sistemas de compensación de CDS. Véase nota de prensa de abril de 2011: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-509_en.htm. También son relevantes los asuntos ISDA y Markit, véanse notas de prensa de la Comisión Europea de 20 de julio de 2016: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2586_en.htm; http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-15-6254_en.htm (último acceso 09/06/2018).

¹⁰ Véase CUENCA MIRANDA, J.M., Derivados y financiaciones sindicadas, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, 493 a 524; FRAGUAS BACHILLER, A., Aproximación a los contratos de derivados como cobertura de las operaciones de financiación, en AA.VV., *Cuadernos de Derecho para Ingenieros. Financiación*, Vol. 8, La Ley, 2010, 83 a 85.

¹¹ El modelo LMA para *Senior Multicurrency Term and Revolving Facilities for Leveraged Acquisition Finance Transactions (Senior/Mezzanine)* prevé, entre las obligaciones del prestatario, la suscripción de un Hedging Letter: «ensure that all exchange rate and interest rate hedging agreements required by the Hedging Letter are implemented in accordance with the terms of the Hedging Letter and that such arrangements are not terminated, varied or cancelled without the consent of the Agent (acting on the instructions of the Majority Lenders), save as permitted by the Intercreditor Agreement» (cláusula 28.36), citado en CUENCA MIRANDA, J.M., Derivados y financiaciones sindicadas, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, 494, nota al pie núm. 2.

¹² Prescindimos en este punto de una exposición exhaustiva de la taxonomía de derivados de tipos de interés y nos centramos en las dos modalidades más relevantes para las operaciones de financiación sindicada. Para una exposición más detallada de los diferentes tipos de derivados de tipo de interés, véase CUENCA MIRANDA, J.M., Los instrumentos financieros derivados, en AA.VV., *Cuadernos de Derecho para Ingenieros. Manual jurídico del mercado bancario. Las operaciones de activo*, Vol. 32, La Ley, 2016, 72-76.

¹³ Ese precio se denomina, indistintamente, tipo máximo o tipo *cap*, que es el precio de ejercicio de la opción de compra (*strike price*).

¹⁴ El Anexo II del CMOF (versión 2013) establece la siguiente definición de *cap*: «aquella Opción de Tipo de Interés por la cual, una de las Partes (Comprador) se obliga a pagar a la otra (Vendedor), una Prima y la contraparte se obliga frente a ella a que, en el supuesto de una fecha futura, previamente pactada por las Partes, los Tipos de Referencia excedieran el Tipo Cap, el Vendedor pagará al Comprador una Cantidad Cap que se calculará de acuerdo a lo establecido en este mismo Anexo, sobre un Importe Nocial acordado por las Partes».

¹⁵ Véase Resolución (Expte. S/DC/0579/16 Derivados Financieros), de 13 de febrero de 2018, 18 y sigs.

¹⁶ Véase CUENCA MIRANDA, J.M., Derivados y financiaciones sindicadas, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, 496.

¹⁷ El Anexo II del CMOF (versión 2013) define la permuta financiera de tipo de interés como «aquella Opción de Tipo de Interés por la cual, una de las Partes (Comprador) se obliga a pagar a la otra (Vendedor), una Prima y la contraparte se obliga frente a ella a que, en el supuesto de que en una fecha futura, previamente pactada por las Partes, los Tipos de Referencia excedieran el Tipo Cap, el Vendedor pagará al Comprador una Cantidad Cap que se calculará de acuerdo a lo establecido en este mismo Anexo, sobre un Importe Nominal acordado por las Partes».

¹⁸ Véase CUENCA MIRANDA, J.M., Derivados y financiaciones sindicadas, en Manzanares Secades, A. (coord.), *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Thomson Reuters Aranzadi, 2017, 496.

¹⁹ Para una exposición de la evolución de los instrumentos derivados, véase CORB, H., *Interest Rate Swaps and Other Derivatives*, Columbia University Press, 2012.

²⁰ En el asunto que nos ocupa, la cláusula 4.2 f) del contrato de financiación sindicada de Esquilvent reza: «[...] la Acreditada se obliga a contratar y elevar a público ante Notario Público, en condiciones de mercado, con el/los Proveedores del Derivado un derivado financiero [...]». Esta cláusula puede considerarse estándar en los contratos de financiación sindicada de *project finance* (véase nota a pie 31 de la Resolución de la CNMC).

²¹ Véanse notas a pie 84 y 85 de la Resolución de la CNMC.

²² 'Valor razonable' en el sentido del artículo 6.2 del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

²³ Las entidades incoadas reconocen que las diferencias entre 'las cotizaciones' de unos bancos y otros para el 'precio de mercado' suelen ser muy pequeñas, hasta el punto de que considerarían poco habitual una diferencia entre las ofertas de cada banco de más de cinco puntos básicos (0,05%). Esto quiere decir que los métodos de valoración de los derivados son, hasta cierto punto, comparables, lo que implicaría que las diferencias más importantes se deberían a los márgenes que cada banco desea aplicar; es decir, a factores no relacionados con el 'precio de mercado' (véase 92 de la Resolución de la CNMC).

²⁴ Véanse 52 a 57 de la Resolución de la CNMC.

²⁵ Informe P. Lamothe, (folios 7386-4419), formulado por encargo de VAPAT, referenciado en el apartado IV.3 de la Resolución de la CNMC.

²⁶ Véase 70 de la Resolución de la CNMC.

²⁷ La Dirección de Competencia analizó una primera lista de 2008 operaciones celebradas entre 2006 y 2008 que, según las entidades incoadas, se corresponden con derivados asociados a préstamos sindicados y una segunda lista de 545 operaciones de la misma naturaleza que las anteriores, celebradas entre 2012 y 2016. A través de distintos requerimientos a empresas y bancos la DC tuvo acceso a la documentación (escrita y, en ciertos casos, en forma de grabaciones) relativa a distintos proyectos financiados con créditos sindicados y a los instrumentos de cobertura asociados. De esos instrumentos de cobertura finalmente se estudiaron una serie de *collars* y *swaps* tanto del Grupo VAPAT (BAJOZ, HORNIJA, ESQUILVENT y CYL) como de otras empresas y que están recogidos en los Anexos I y III del Pliego de Concreción de Hechos.

²⁸ La Resolución de la CNMC parece admitir que la fijación de un tipo *cap* no representa una conducta restrictiva de la competencia. Las entidades incoadas coinciden en señalar que, así como el *cap* se fija inicialmente en el «Caso Base», con antelación por tanto al cierre de la operación, la fijación del *floor* se produce en el momento de la contratación del derivado y cierre de la operación, que se lleva a cabo en una notaría con presencia física del cliente y telefónica de los bancos (véase 35 de la Resolución de la CNMC).

²⁹ La Resolución de la CNMC admite la coordinación para la fijación del precio de cobertura en condiciones de mercado o con 'coste cero' y parece rechazar, de inicio, la admisibilidad de un precio de cobertura con *spread*: «Sin embargo, aunque podría aceptarse que los bancos tuvieran que ofrecer un solo precio al cliente por el instrumento de cobertura, habría que asegurar que el precio ofrecido es el mejor de los posibles, es decir, el precio en condiciones de mercado que asegura el cumplimiento de la condición de no acarrear un coste para el cliente y para eso debería quedar claro el proceso por el que se determina ese precio, y tal proceso debería ser transparente para el cliente» (pág. 79 de la Resolución de la CNMC). Más adelante, la Resolución hace depender la admisibilidad del *spread* de la transparencia en la fijación del precio de cobertura: «La Sala no cuestiona que los bancos puedan aplicar a sus operaciones de cobertura un sobreprecio para cubrir sus costes operativos. Sin embargo, este margen debe estar fijado de manera transparente en el contrato de cobertura, lo que no ha ocurrido» (pág. 90); «A pesar de la confusión que las entidades han introducido sobre estos términos, únicamente hay dos maneras de que cobren un margen al cliente. Pueden cobrar un margen explícito en forma, por ejemplo, de coste de contratación o formalización, o un margen implícito a lo largo de la vida del derivado igual al diferencial o *spread* que se suma al tipo *floor* o tipo fijo del swap de mercado (el que asegura que la cobertura es «a coste cero»). Cualquiera de estas opciones sería perfectamente legítima, siempre y cuando el margen aplicable apareciese reflejado en

el contrato con total transparencia. Sin embargo, como ya se ha dicho, en el caso de los derivados analizados en este expediente, en ningún caso se especificó al cliente que se le fuera a aplicar un margen. A pesar de las referencias en otro sentido que hacen los bancos en sus explicaciones teóricas, como se ha mostrado en los párrafos anteriores (que resumen los hechos acreditados), en los contratos analizados no se pactó la aplicación, según las entidades, de *spread* o diferencial alguno sobre el tipo de interés variable de referencia» (pág. 91).

³⁰ «En el presente supuesto, los hechos acreditados ponen de manifiesto que el objetivo común perseguido por las empresas incoadas era la determinación concertada de un precio de la cobertura superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado. Se trata de una pluralidad de acciones complementarias cometidas por las mismas entidades incoadas, mediante un comportamiento repetido y extendido en el tiempo que se prolongó desde al menos 2006 a 2016, infringiendo el mismo precepto de la normativa nacional y de la Unión Europea de la competencia, en el marco de la contratación de la cobertura del riego de tipos de interés del préstamo senior para *project finance*, siendo su objetivo que el derivado, en lugar de formalizarse en condiciones de mercado, alcanzara un precio supra competitivo en beneficio exclusivo de las entidades prestamistas. La conducta se llevaba a cabo de espaldas al cliente y bajo la apariencia de una metodología de determinación del importe de la cobertura en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia («*fair value*»), apariencia que se ha demostrado ser ficticia» (pág. 87).

³¹ Véase 87: «En el presente supuesto, los hechos acreditados ponen de manifiesto que el objetivo común perseguido por las empresas incoadas era la determinación concertada de un precio de la cobertura superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado. Se trata de una pluralidad de acciones complementarias cometidas por las mismas entidades incoadas, mediante un comportamiento repetido y extendido en el tiempo que se prolongó desde al menos 2006 a 2016, infringiendo el mismo precepto de la normativa nacional y de la Unión Europea de la competencia, en el marco de la contratación de la cobertura del riego de tipos de interés del préstamo senior para *project finance*, siendo su objetivo que el derivado, en lugar de formalizarse en condiciones de mercado, alcanzara un precio supra competitivo en beneficio exclusivo de las entidades prestamistas. La conducta se llevaba a cabo de espaldas al cliente y bajo la apariencia de una metodología de determinación del importe de la cobertura en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia («*fair value*»), apariencia que se ha demostrado ser ficticia. Respecto a su duración, se ha acreditado que esta conducta se mantuvo de forma continuada en el tiempo al menos desde el año 2006 hasta el año 2016. La DC ha aclarado de forma expresa tanto en el PCH —párrafo (250)— como en la PR —párrafo (96)— que el alcance de las operaciones analizadas en el expediente no se circunscribe a los contratos aportados por la denunciante, extendiéndose a todos los contratos análogos firmados entre las entidades incoadas y cualesquiera otras empresas. En la PR se incluye un muestreo representativo del conjunto total de las operaciones aportadas por las distintas partes del expediente y analizadas por el órgano de instrucción».

³² «A la vista de tales alegaciones, la Sala considera que la instrucción llevada a cabo por la Dirección de Competencia no permite disponer de elementos suficientes para valorar y emitir un juicio concluyente sobre el carácter ilícito de la mera vinculación, aisladamente considerada, de la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas entidades bancarias que conceden el crédito sindicado. Por ello, si bien no puede descartarse que terceros puedan entrar en la cobertura —como de hecho ocurre en alguna operación analizada—, dada la complejidad de algunas operaciones de créditos sindicados para financiación de proyectos, tampoco puede excluirse a los bancos sindicados de la participación en los derivados para la cobertura del riesgo de interés de los créditos sindicados para *project finance* que ellos mismos conceden» (véase 82).

³³ Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 23 de enero de 2018, C-179/16, *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato*, ECLI: EU: C: 2018:25, apartado 95.

³⁴ En el asunto *Hoffmann-La Roche* el Tribunal de Justicia identifica como restricción por objeto «una práctica colusoria entre dos empresas que comercializan medicamentos competidores, que tiene como objetivo, en un contexto caracterizado por la incertidumbre científica, la difusión entre la Agencia Europea de Medicamentos, los profesionales sanitarios y el público de

información engañosa sobre los efectos adversos del uso de uno de esos medicamentos para el tratamiento de patologías no cubiertas por la autorización de comercialización de este, con el fin de reducir la presión de competencia resultante de dicho uso sobre el uso del otro medicamento».

³⁵ Véase 76.

³⁶ Véanse Decisión de la Comisión de 4 de febrero de 2015 (AT.39861 - Yen Interest Rate Derivatives) y Decisión de la Comisión de 4 de diciembre de 2013 (AT.39914 - Euro Interest Rate Derivatives).

³⁷ Sentencia del Tribunal General (Sala Octava), de 14 de marzo de 2013, T-587/08, *Fresh Del Monte Produce, Inc. et al. contra Comisión Europea*, ECLI:EU:T:2013:129, apartado 441 y sigs.

³⁸ Véase el ranking elaborado por Thomson Reuters para el año 2017: <https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2017/loan-3q-2017-e.pdf>.

³⁹ Véase 17: «Como puede observarse, según los datos de la Tabla 2, en el periodo de la infracción las cuatro imputadas participaron simultáneamente en más de un [30-40]% de las operaciones de *project finance* financiadas con créditos sindicados, aunque este promedio aumentó hasta casi el [40-50]% a partir de la compra de Banesto por Santander en 2013. El porcentaje aumenta significativamente si se consideran las operaciones en las que participaron simultáneamente al menos tres de las imputadas, con casi un [40-50]% de media para todo el periodo de la infracción más de un [60-70]% desde 2013 y aún más si se tienen en cuenta las operaciones en las que participaron al menos dos de las imputadas, con un promedio total superior al [70-80]% y al [90-100]% desde 2013».

⁴⁰ Véase 4 de la nota de prensa: https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor_contenidos/Notas%20de%20prensa/2018/20180214_Nota_acclaratoria_S_DC_0579_16.pdf.

⁴¹ El 30 de noviembre de 2016 la Dirección de Competencia tuvo acceso al laudo final de un procedimiento arbitral iniciado por CaixaBank contra CYL en el que el árbitro declaró la nulidad del contrato de cobertura *collar* (folios confidenciales 40202 a 40366). La pretensión ejercitada por la instantánea era la declaración de validez y eficacia del Contrato Marco de Operaciones Financieras y de la Confirmación del Contrato de Cobertura de Riesgos de Tipo de Interés, en su modalidad *collar*, suscrito con la citada instada en 2011. La Dirección de Competencia resume en los párrafos (240) a (247) del PCH el contenido del laudo, cuyo contenido es confidencial para los bancos que no han sido parte del procedimiento arbitral. Véase 64 de la Resolución de la CNMC.

⁴² Podrían darse los tres requisitos de la posición de dominio colectiva acuñados en la Sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Cuarta) de 26 de enero de 2005, T-193/02, *Laurent Piau contra Comisión*, ECLI:EU:T:2005:22: (i) todos los miembros del oligopolio dominante deben poder conocer el comportamiento de los demás miembros para comprobar si están adoptando o no la misma línea de acción; (ii) es necesario que la situación de coordinación tácita pueda mantenerse en el tiempo, es decir, que debe existir un incentivo a no apartarse de la línea de conducta común en el mercado; y (iii) la reacción previsible de los competidores actuales y potenciales y de los consumidores no debe cuestionar los resultados esperados de la línea de acción común. Algunos estudios empíricos (*vid.*, *supra* III.3) señalan que la concentración en el mercado EMEA ha aumentado en los años de la crisis y que el grado de «interconexión» y «reciprocidad» entre partes financieras en todo tipo de operaciones de financiación sindicada es alto, de modo que la estructura de algunos segmentos de mercado es, cuando menos, propicia a la colusión tácita. Los datos citados en la Resolución de la CNMC desde luego invitan a pensar en un grado alto de interconexión y reciprocidad entre las entidades incoadas. Véase CAI, J./ EIDAM, F./ SAUNDERS, A./ STEFFEN, S., «Syndication, Interconnectedness, and Systemic Risk», disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508642; GOODHART, C./ SCHOENMAKER, D., «The Global (...)», *op. cit.*; CAI, J., «Competition (...)». *op. cit.*

⁴³ Véase 87, 'plan global que persigue un objetivo común'.

⁴⁴ El Sistema Organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados CIMD OTF creado en diciembre de 2017 puede ofrecer algunas soluciones a los problemas asociados a la opacidad del mercado de derivados extrabursátiles de tipo de interés; sobre todo la habilitación de un índice de referencia en el sentido del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2016.

⁴⁵ Según dispone el apartado 3 del artículo 1 de la LDC, «la prohibición del apartado 1 no se aplicará a los acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas que contribuyan a mejorar la producción o la comercialización y distribución de bienes y servicios o a promover el progreso técnico o económico, sin que sea necesaria decisión previa alguna a tal efecto, siempre que: a) Permitan a los consumidores o usuarios participar de forma equitativa de sus ventajas. b) No impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para la consecución de aquellos objetivos, y c) No consientan a las empresas partícipes la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios contemplados». El apartado 3 del actual artículo 101 del TFUE incide en la exigencia de idénticos requisitos y condiciones: mejora de la producción o distribución (o fomento del progreso técnico o económico), participación equitativa de los usuarios en el beneficio resultante, ausencia de restricciones no indispensables para alcanzar tales objetivos e imposibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos afectados.

⁴⁶ La Resolución de la CNMC reza: «Lo cierto es que las alegadas eficiencias de costes derivadas de la integración de la actividad de las entidades incoadas en la fase de prestación del derivado realmente no llegan a materializarse debido precisamente a la conducta colusoria que en esta resolución se analiza y reprocha. La cobertura unitaria ofrecida al cliente no resulta la más adecuada a las necesidades del mismo y no se le proporciona, en contra de lo acordado contractualmente, en condiciones de mercado. Y es precisamente esa colusión la que permite a los bancos incoados imponer una cobertura de tipos de interés en condiciones económicas alejadas del «precio en condiciones de mercado» y les habilita para lograr que el instrumento de cobertura tenga un valor negativo para el cliente y favorable o beneficioso exclusivamente, y siempre, para los bancos investigados» (véase 80 de la Resolución de la CNMC). En otro pasaje queda más claro el razonamiento: «En opinión de la Sala, los bancos incoados no han conseguido en sus alegaciones demostrar cumplidamente que el eventual carácter indispensable de la restricción, consistente en que sean los propios bancos del sindicato los que presten el derivado, deba traducirse en la ulterior conducta consistente en subir concertada y significativamente el precio de ejecución del floor en el caso del collar, o del tipo de interés fijo en el caso del *swap*, justificándolo posteriormente en que «de otra forma la operación no sería viable». Tampoco se ha demostrado que con esta alza de precio concertada las entidades imputadas permitan a los consumidores o usuarios (en este caso sus clientes) participar «de forma equitativa» en las ventajas de tal práctica, tal y como exige la norma que permite la exención legal de la práctica. Por el contrario, el análisis de los hechos acreditados durante la instrucción del presente expediente permite evidenciar que mediante la práctica imputada los bancos retiran o drenan de su cliente parte de las ventajas conseguidas mediante la sindicación del crédito, beneficiándose unilateralmente de pactar unas condiciones alejadas de las de mercado en un contexto en el que el cliente tiene de hecho posibilidades muy limitadas de cambiar de proveedor. En conclusión, la Sala considera que la coordinación de precios colusoria, detectada e imputada como infracción por la Dirección de Competencia en el presente expediente, no puede considerarse un acuerdo exento en virtud de la aplicación de los artículos 1.3 de la LDC y 101.3 del TFUE al no cumplir las condiciones exigidas por ambos artículos. Como se ha examinado, tal coordinación impone una restricción que no es indispensable para el logro de las ventajas perseguidas, no permite a los clientes participar de forma equitativa de sus ventajas y consiente a las entidades bancarias participantes eliminar la competencia respecto de una parte sustancial del producto afectado» (véase 81 y sigs. de la Resolución de la CNMC).

⁴⁷ Véase Sentencia del Tribunal de Primera Instancia de 15 de julio de 1994, *Matra. Hachette/Comisión*, T-17/93, Rec. 11-595, ECLI:EU:T:1994:89, apartado 85: «Este Tribunal considera que, en principio, no puede existir una práctica contraria a la competencia que, independientemente de la intensidad de sus efectos en un mercado concreto, no pueda declararse exenta, en la medida en que los requisitos previstos en el apartado 3 del artículo 85 del Tratado se cumplan acumulativamente y siempre que la práctica de que se trate haya sido debidamente notificada a la Comisión».

⁴⁸ La Resolución de la CNMC cita la sentencia del Tribunal General (Sala Octava) del 16 de junio de 2011, asuntos acumulados T-04/08 y T-212/08, sobre el mercado de los servicios de mudanzas internacionales en Bélgica, ECLI:EU:T:2011:286, y da por cumplidos los tres

requisitos establecidos en esta con respecto a la conducta de carácter único y continuado: (i) plan global que persigue un objetivo común, (ii) contribución intencional de la empresa a ese plan y (iii) conocimiento de los comportamientos infractores de los demás participantes.

⁴⁹ Las decisiones de la Comisión en los asuntos sobre derivados de tipos de interés en yenes (YIRD) y en euros (EIRD) identifican una restricción de la competencia en forma de manipulación de un índice de precios de referencia. Seguramente la CNMC fuera consciente de que es difícil establecer una similitud entre el mercado de derivados de tipo de interés bursátil y extrabursátil. El mercado bursátil es un mercado de contratación en el que se da una gran transparencia en la formación de los precios debido a la existencia de un índice de tipos de referencia —y que es objeto de manipulación por las entidades sancionadas—, mientras que el mercado extrabursátil carece de liquidez y es esencialmente opaco. Véanse Decisión de la Comisión de 4 de febrero de 2015 (AT.39861 - Yen Interest Rate Derivatives) y Decisión de la Comisión de 4 de diciembre de 2013 (AT.39914 - Euro Interest Rate Derivatives).

⁵⁰ Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 23 de enero de 2018, C-179/16, *Hoffmann-La Roche contra Autorità Garante de la Concorrenza e del Mercato*, ECLI: EU: C: 2018:25, apartado 95.

⁵¹ El Tribunal de Justicia confirma la sanción a dos empresas farmacéuticas que comercializan medicamentos competidores por una práctica que tiene como objetivo, en un contexto caracterizado por la incertidumbre científica, la difusión de información engañosa sobre uno de los medicamentos con el fin de lograr una segmentación de mercados.

⁵² El Sistema Organizado de Contratación de Renta Fija y Derivados CIMD OTF creado en diciembre de 2017 puede ofrecer algunas soluciones a los problemas asociados a la opacidad del mercado de derivados extrabursátiles de tipo de interés; sobre todo la habilitación de un índice de referencia en el sentido del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2016.

⁵³ Podrían darse los tres requisitos de la posición de dominio colectiva acuñados en la sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Cuarta) de 26 de enero de 2005, T-193/02, *Laurent Piau contra Comisión*, ECLI:EU:T:2005:22: (i) todos los miembros del oligopolio dominante deben poder conocer el comportamiento de los demás miembros para comprobar si están adoptando o no la misma línea de acción; (ii) es necesario que la situación de coordinación tácita pueda mantenerse en el tiempo, es decir, que debe existir un incentivo a no apartarse de la línea de conducta común en el mercado; y (iii) la reacción previsible de los competidores actuales y potenciales y de los consumidores no debe cuestionar los resultados esperados de la línea de acción común. Algunos estudios empíricos (*vid.*, *supra* III.3) señalan que la concentración en el mercado EMEA ha aumentado en los años de la crisis y que el grado de «interconexión» y «reciprocidad» entre partes financieras en todo tipo de operaciones de financiación sindicada es alto, de modo que la estructura de algunos segmentos de mercado es, cuando menos, propicia a la colusión tácita. Los datos citados en la Resolución de la CNMC desde luego invitan a pensar en un grado alto de interconexión y reciprocidad entre las entidades incoadas. Véase CAI, J./EIDAM, F./ SAUNDERS, A./ STEFFEN, S., «Syndication, Interconnectedness, and Systemic Risk», disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508642; GOODHART, C./ SCHOENMAKER, D., «The Global (...), *op. cit.*»; CAI, J., «Competition (...)». *op. cit.*

⁵⁴ Véase 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, *RDBB*, ISSN 0211-6138, Año núm. 36, núm. 148, 2017, 123-160.

⁵⁵ Véase: http://www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf (último acceso 21 de marzo de 2017).

⁵⁶ El nuevo redactado introducido en 2014 dice así: «*Syndication. The Bookrunners shall, in consultation with the Company and the Mandated Lead Arrangers, manage all aspects of the Syndication including timing, the selection of potential Lenders, the acceptance and allocation of participations and the amount and distribution of fees to Lenders*. Subject to any applicable confidentiality agreement between the Company and the Bookrunners, the Company authorizes the Bookrunners to discuss the terms of the Facility/ies with, and to disclose those terms to, potential Lenders to facilitate the Syndication*».