

## PRÉSTAMOS SINDICADOS, DERIVADOS FINANCIEROS Y DERECHO DE LA COMPETENCIA: LA RESOLUCIÓN DE LA CNMC DE 13 DE FEBRERO DE 2018

### Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: la Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018

El artículo resume una reciente y pionera Resolución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, que examina en detalle por primera vez la aplicación de las normas españolas y europeas de defensa de la competencia a ciertos productos financieros de amplia utilización en los mercados, como los préstamos sindicados y los derivados financieros asociados a ellos.

#### PALABRAS CLAVE

Préstamos sindicados; Derivados financieros; Derecho de la competencia; Mercados financieros.

### Syndicated loans, financial derivatives and Competition law: CNMC Decision of 13 February 2018

The article summarises a recent and pioneering decision by the Spanish Competition authority, that examines in detail for the first time the application of Spanish and EU competition rules to widespread financial products, such as syndicated loans and related financial derivatives.

#### KEY WORDS

Syndicated loans, financial derivatives, Competition law, financial markets.

Fecha de recepción: 15-1-2018

Fecha de aceptación: 15-5-2018

## INTRODUCCIÓN

El pasado 13 de febrero la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia («CNMC») dictó una Resolución largamente esperada, en la que debía decidir si cuatro entidades bancarias españolas habían vulnerado las normas nacionales y europeas de defensa de la competencia en la contratación de determinados derivados financieros, todo ello en el contexto de la concesión de préstamos sindicados para financiación de proyectos (*project finance*).

La relevancia del expediente y de la propia Resolución es difícil de exagerar, se trata del primer caso en que una autoridad europea de defensa de la competencia tenía la ocasión de examinar en detalle la aplicación de las normas *antitrust* a determinadas prácticas habituales del sector financiero, como la concesión de créditos por parte de un sindicato bancario y la correspondiente contratación por el prestatario de derivados financieros (i. e., instrumentos de cobertura frente al riesgo de oscilación de los tipos de interés pactados en el crédito sindicado). Durante los más de dos años que duró la tramitación del expediente se debatió en ámbitos jurídicos y financieros la cuestión de si la futura Resolución de la CNMC afectaría a la actividad crediticia de los bancos y, en concreto, a la sindicación de préstamos inherente a la actividad de *project finance*.

La Resolución ha clarificado algunas de las cuestiones planteadas, aunque también ha dejado algunas

incógnitas pendientes de resolver. El presente artículo pretende resumir unas y otras, así como sugerir ciertas cautelas para el futuro.

## LAS CUESTIONES PLANTEADAS

El expediente tramitado por la CNMC planteaba tres cuestiones sustantivas desde la perspectiva de las normas de defensa de la competencia y que resultaban genuinamente novedosas en nuestro país (e, incluso, en la propia UE). Estas tres cuestiones son las que se exponen a continuación.

### La negociación y concesión de créditos sindicados

La concesión de un crédito o préstamo sindicado, habitualmente en el contexto de la financiación de proyectos, supone una unión temporal entre varios bancos que colaboran puntualmente y forman un consorcio financiero. Se trata por tanto de acuerdos de cooperación horizontal entre entidades financieras competidoras, pero limitados a proyectos concretos, susceptibles de ser examinados con arreglo a los artículos 1 de la Ley de Defensa de la Competencia («LDC») y 101 del Tratado de Funcionamiento de la UE («TFUE»).

La CNMC ha dictado en el pasado numerosas resoluciones (algunas recientes) sobre la aplicación del artículo 1 LDC a las denominadas uniones tempo-

rales de empresas («UTE») en diversos sectores económicos, en cuya virtud dos o más empresas competidoras participan en consorcios para presentarse a un concurso o licitación o, sencillamente, para la realización de un proyecto industrial o empresarial específico. Se planteaba por tanto la cuestión de si la Resolución extendería la doctrina tradicional de la CNMC en materia de UTE a la sindicación de créditos (considerando así el acuerdo del sindicato como una especie de «UTE financiera» entre los bancos partícipes para el proyecto correspondiente) o si adoptaría un tratamiento especial por razón de la materia. La cuestión revestía además un especial interés en Europa, a la vista de la simultánea investigación sectorial iniciada en 2017 por la Comisión Europea sobre la compatibilidad de los créditos sindicados con la normativa europea de defensa de la competencia y la aplicabilidad del artículo 101 TFUE (y no solo del artículo 1 LDC) al expediente español.

Sin embargo, la Resolución no se pronuncia sobre esta cuestión, más allá de una mención genérica sobre el carácter en principio legítimo de la colaboración interbancaria a través de la sindicación crediticia («*marco de coordinación a priori lícito como es la sindicación para el préstamo*», *vid.* p. 89). La razón probablemente resida en que la Dirección de Competencia no formuló cargos contra la propia sindicación, sino solo sobre la contratación de los derivados (*vid. infra*), por lo que el Consejo de la CNMC no tuvo que dilucidar la conformidad de los créditos con las normas de competencia.

No obstante, lo anterior no quiere decir, a mi juicio, que pueda concluirse que los créditos sindicados (u otros acuerdos de cooperación similares, como los relativos a la colocación y aseguramiento en las emisiones o ventas de valores) quedan extramuros de las normas *antitrust*. Parece razonable a este respecto aplicar a la financiación sindicada los mismos principios generales establecidos por la CNMC en materia de compatibilidad de consorcios y UTE con el artículo 1 LDC, esto es, considerar esos créditos conformes con aquellas normas si puede establecerse que, antes de decidir participar en el consorcio con otros competidores, la entidad en cuestión verificó internamente —con arreglo a sus propios procedimientos internos— si se encontraba o no en condiciones económicas y técnicas para acometer en solitario el proyecto. Si la respuesta es que la entidad carecía de la capacidad de actuación individual, su participación en el consorcio con empresas rivales sería incapaz de vulnerar el artículo 1 LDC. La traslación al sector financiero

del principio anterior significaría que cada banco —una vez conocido el concreto proyecto inversor, las necesidades de financiación y el perfil de riesgo del posible cliente— debería examinar internamente, aplicando sus herramientas y sistemas de análisis de riesgos, si la política de riesgo crediticio de la entidad permitiría la financiación individual del proyecto en cuestión, pudiendo acudir licitamente al sindicato en caso negativo.

## LA VINCULACIÓN ENTRE CRÉDITO Y DERIVADO

Un aspecto central del caso consistía en la vinculación integral entre el crédito sindicado y el derivado contratado como instrumento de cobertura de bancos y cliente frente al riesgo de oscilación de los tipos de interés. En efecto, los contratos examinados en el expediente de la CNMC mostraban que la concesión del préstamo exigía la contratación por el cliente del instrumento de cobertura con los mismos bancos prestamistas.

Se planteaba, por tanto, la cuestión de si las normas de defensa de la competencia conferían al cliente el derecho a no contratar el derivado (es decir, de optar únicamente por la suscripción del crédito) y de si, en caso negativo, el cliente debía tener la opción de contratar el derivado con entidades ajenas a los bancos prestamistas.

De nuevo la cuestión revestía interés. Por una parte, la Dirección de Competencia formuló cargos contra la vinculación entre crédito y derivado, por considerarla contraria al artículo 1 LDC. Por otra, en 2009 la antigua CNC había examinado la vinculación entre créditos hipotecarios y seguros de vida en el sector de la banca minorista, y determinó la ausencia de infracción por la falta de evidencia sobre acuerdo horizontal entre los bancos que realizaban la vinculación (Expte. 2789/09 «*Entidades de crédito*»).

La Resolución ha adoptado una posición pragmática sobre esta materia. Admite la razonabilidad de exigir la contratación de algún mecanismo de cobertura frente al riesgo de oscilación de los tipos de interés en proyectos de financiación con grandes volúmenes de fondos comprometidos y largos plazos de amortización. Dado que es el propio proyecto (y no las empresas matrices de la entidad prestataria) el que debe generar los ingresos suficientes para devolver el crédito a los bancos, resulta esencial que las entidades prestamistas exijan al prestatario proteger el proyecto frente a futuras e impre-

vistas oscilaciones de los tipos que pudieran afectar a su solvencia y, por tanto, a las probabilidades de devolución del crédito. Se demostró además en el expediente que el cálculo de las condiciones globales de financiación del proyecto tenía necesariamente en cuenta la contratación de derivados de tipos de interés, que conformaban así, junto con el propio crédito sindicado, un producto financiero conjunto y complejo.

En cuanto a si cabía contratar el derivado con terceros distintos de los bancos financiadores, y a pesar de que la Dirección de Competencia consideró que el cliente debía tener ese derecho, la Resolución no se opuso a que los contratos examinados obligaran al cliente a contratar el derivado de los mismos bancos financiadores y, consiguientemente, a que las condiciones económicas del derivado fuesen las mismas para todos los bancos del sindicato. La CNMC parece aceptar en este punto la argumentación de las entidades, que sostuvieron que la identidad y comunidad de garantías del crédito obligaba a que fueran los mismos bancos (y no terceros) quienes otorgaran el derivado al cliente bajo unas mismas condiciones económicas. No obstante, la Resolución acepta la vinculación plena entre crédito y derivado en la medida en que los bancos se comprometen a ofrecer el derivado al cliente «en condiciones de mercado» o «a coste cero». Es este compromiso de ofrecer el derivado en las mejores condiciones (i.e., en condiciones competitivas de mercado) lo que justifica que no se permita en el contrato la prestación del derivado por un tercero ajeno al sindicato («No puede aceptarse la eliminación de la competencia de terceros en la provisión de la cobertura si no es porque el cliente va a obtener las mejores condiciones en el derivado», p. 76).

Parece, por tanto, que los bancos de un sindicato tienen una elección a la hora de exigir al prestatario la contratación del derivado como mecanismo de cobertura: o bien permiten la contratación del instrumento con un tercero ajeno al sindicato (sin perjuicio de que parezca razonable que los bancos se reserven un derecho de tanteo respecto de las condiciones del derivado que puedan ofrecer los terceros al prestatario), o bien exigen su contratación a los mismos bancos, pero «en condiciones de mercado».

### Las condiciones económicas del derivado

Se trata de la cuestión central del expediente y la que según la CNMC justifica la declaración de infracción y la imposición de sanciones a las enti-

dades prestamistas. La Resolución considera probado (a través fundamentalmente de las grabaciones de audio aportadas por las partes) que las condiciones aplicadas a los derivados no eran «de mercado», por lo que incumplían los términos contractuales acordados con el cliente y suponían un margen o comisión implícitos para las entidades que debía soportar el prestatario.

En concreto, la CNMC examinó dos tipos de derivados contratados como cobertura de oscilación de tipos de interés: los *collar* y los *swaps*. Los primeros consisten en un instrumento basado en un nivel máximo (*cap*) y en un nivel mínimo (*floor*) que actuaban como protección de prestamistas y prestatario. Si a lo largo de la vida del crédito el tipo de interés variable que debía pagar el prestatario superaba el *cap*, se activaba su mecanismo de protección, consistente en que las entidades financieras debían compensar al cliente la cantidad que este debía liquidar por el exceso de tipos (esto es, por la diferencia entre el *cap* y el tipo de interés variable real del mercado). El *floor* funcionaba en sentido inverso: si a lo largo del proyecto el tipo de interés aplicable bajaba por debajo del *floor*, entonces los bancos se protegían frente al menor ingreso, y el cliente debía liquidarles la diferencia entre el *floor* y el tipo de interés real. Típicamente el nivel de *cap* lo determina el prestatario, mientras que el nivel de *floor* lo suelen fijar los bancos prestamistas (en ambos casos, como presupuesto previo a la negociación del contrato).

Así, el *collar* funcionaba como un sistema de cobertura recíproco que protegía a prestamistas y prestatario frente a la oscilación de tipos. En el caso del *cap* es el prestatario quien adquiere la cobertura a los bancos, que cobran una prima por dicha protección; en el caso del *floor* es a la inversa, son los bancos los que adquieren su cobertura al prestatario, que cobra la prima correspondiente. En los casos examinados en el expediente los contratos contemplaban que el derivado se concedía «a valor de mercado», lo que suponía que el nivel del *cap* y del *floor* debía establecerse de tal manera. Bajo esta premisa, las primas que debían pagar prestatario y prestamistas por la adquisición de sus respectivas coberturas debían ser iguales, por lo que se compensaban mutuamente y ninguna parte pagaba a la otra. De ahí que el *collar* se considerase «a coste cero».

A lo largo del expediente se trató de determinar si las entidades financieras habían fijado el nivel del *floor* (o del tipo fijo del *swap* en su caso) a «nivel de

*mercado*» como estipulaban los contratos o, por el contrario, a un nivel más alto que el de mercado. En este segundo caso la CNMC consideraba que el prestatario debió haber percibido una prima más elevada por la cobertura suministrada a los bancos prestamistas. En concreto, si el nivel del *floor* se fijaba a un nivel superior al que debía establecerse con arreglo al mercado, la cobertura adquirida por los prestamistas era más amplia (i.e., comprendía una probabilidad mayor de que los tipos cayeran por debajo del nivel «de mercado»), lo que exigía que el prestatario debía percibir una prima más elevada. En palabras de la resolución: «*el derivado tenga un valor negativo para el cliente y positivo para los bancos 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 los bancos partícipes*» (p. 72).

La lectura de la Resolución revela que la conclusión de la CNMC de que los prestamistas no habían aplicado un *floor* (o un *swap*) en condiciones de mercado tenía una base esencialmente fáctica y centrada en los audios aportados durante el procedimiento administrativo. No obstante, la cuestión de fondo que se plantea consiste en cómo establecer un valor de mercado común para todos los bancos del sindicato de forma transparente para el cliente. En este punto, la Resolución parece abrir dos posibilidades:

- (i) Cada miembro del sindicato remite al prestatario una oferta individual de «valor de mercado» para el derivado financiero sin discusión previa con las demás entidades, con la fijación del valor común subsiguientemente por acuerdo entre sindicato y prestatario (pp. 74 y 75 de la Resolución). La Resolución no aclara qué relación debe haber entre las ofertas individuales y el valor común acordado con el cliente (p. ej., valor medio de las ofertas).
- (ii) Los bancos establecen de forma colectiva el valor de mercado del derivado con arreglo a

una metodología común, conocida y transparente para el cliente, y mediante la utilización de datos públicos y comprobables (pp. 79 y 91 de la Resolución).

## CONCLUSIONES

La Resolución de 13 de febrero clarifica varias cuestiones relevantes, pero deja otras abiertas. Es sin duda un precedente pionero en la UE que debe tomarse con cautela (y sobre cuya corrección material deberá pronunciarse en su momento la Audiencia Nacional en el examen de los correspondientes recursos interpuestos por las entidades). No obstante, y a la espera de las sentencias de la Audiencia, pueden apuntarse las siguientes conclusiones:

- (i) Préstamos sindicados: suponen una cooperación en principio legítima, si bien parecen aplicables los principios generales sobre las UTE y Derecho de la Competencia.
- (ii) Vinculación préstamo sindicado - derivado financiero: resulta legítima si se incluye en los contratos una condición de «valor razonable de mercado» que se fije de manera transparente. La Resolución parece reconocer a las entidades prestamistas la capacidad de elección entre la concesión al cliente del derecho a contratar el derivado con un tercero ajeno al sindicato o la aplicación del principio del valor razonable de mercado.
- (iii) La fijación del valor razonable de mercado debe hacerse de forma transparente para el cliente. La fijación colectiva por las entidades prestamistas del valor del derivado mediante la aplicación de una metodología común, conocida para el cliente, y el uso de datos públicos, objetivos y transparentes para el prestatario parece considerarse aceptable por la CNMC.

ALFONSO GUTIÉRREZ\*

\* Abogado del Área de Derecho Público, Procesal y Arbitraje (Grupo de Coordinación de Derecho Europeo y de la Competencia) de Uría Menéndez (Madrid).