

# PRÉSTAMOS SINDICADOS Y DERIVADOS FINANCIEROS DE COBERTURA DE RIESGO DE TIPO DE INTERÉS

*Syndicated loans and financial derivatives hedging interest rate risks*

Juan Manuel FERNÁNDEZ LÓPEZ  
*Abogado – Magistrado excedente*

## Resumen

El trabajo se ocupa principalmente del estudio de la Resolución de la CNMC de fecha de 13 de febrero de 2018 “Derivados financieros” en que por primera vez las autoridades de competencia de la Unión Europea examinan y sancionan una concertación entre entidades financieras en el ámbito de los derivados financieros de cobertura de tipo de interés en préstamos sindicados en Proyectos de Financiación. Previamente se hace una referencia a los préstamos sindicados, así como a los derivados financieros de tipo de interés como figuras presentes en la financiación de grandes proyectos. También se hace referencia a la única Resolución de la Comisión Europea en relación con una financiación empresarial sobre parecido supuesto y que terminó después de denuncia de clemencia en un procedimiento de negociación.

## Abstract

This work has as principal subject all the problems connected with the concertation of bank entities when they grant a syndicate loan to the Companies. And also, the obligations of these Companies to contract a derivative of hedging of kind of interest in order to cover the oscillations of the hedging.

We started by analyzing the syndicates loans and their influence in the free competence, as well as the new bank hedge derivatives requires.

Till now, as well we known the European competition authorities has only examined an operation. It was a possible concertation of several international banks in order to fixed the Euribor and other hedging derivates of rates of interest for the company's finances.

This work deeply analyzes the Resolution of the Spanish authority of Competence (CNMC) of 13th February 2018 regarding the concentration of four of the most important Spanish banks in the Project finance, examining the main problems that banks presented in their defense.

**Palabras clave:** Acuerdo de fijación de precios | Servicios financieros | Infracción continuada | Multa | Directivos | Confidencialidad |

**Key words:** Price-fixing agreement | Financial services | Continuous infringement | Fine | Managers | Confidentiality |

A partir del desarrollo económico de nuestro país, con algo de retraso respecto de los principales países de la Europa occidental, surge mayor necesidad de financiación por parte de las empresas españolas y para sus proyectos, sobre todo para los de mayor envergadura, siendo la función fundamental de los bancos privados la mediación en el crédito<sup>1</sup>.

Los bancos, pilar fundamental en el desarrollo económico, importan enseguida las modalidades de financiación que ya hacía años venían practicándose en el resto de países europeos, principalmente los del mundo anglosajón que, desde la terminación de la Segunda Guerra Mundial, marcaban el desarrollo económico y financiero.

En el último tercio de los años setenta y fundamentalmente en la década de los años ochenta, empiezan las empresas españolas a demandar importante financiación, a largo plazo, para el desarrollo de grandes proyectos, tales como construcción de carreteras, otras obras públicas, centrales eléctricas, etc., pasando en los últimos años a renegociar las empresas más endeudadas, sus deudas bilaterales con cada entidad bancaria a un préstamo sindicado con todas sus entidades acreedoras, de forma que les permita alargar los plazos de devolución y concentrar los vencimientos sucesivos, lo que les facilita una mejor forma de reestructuración de sus deudas.

Son financiaciones de gran importe y a largo plazo, que un solo banco, en muchos casos, no puede acometer en solitario, o no debe hacerlo por la concentración de riesgo. Así empezaron a utilizarse lo que ya se conocía como préstamos o créditos en los que participan varios bancos, créditos sindicados, compartiendo así el riesgo crediticio que para cada uno es menor, y acorde con su participación en el préstamo del dinero. Como es habitual, los bancos previamente estudian y analizan pormenorizadamente la operación crediticia, su viabilidad y las garantías adicionales que el buen hacer de su profesión les recomienda: hipotecas de bienes inmuebles de la entidad acreditada, garantías personales adicionales de los socios de ésta o de terceros, etc.

En definitiva, lo que se pretende es que el dinero prestado sea devuelto, con sus intereses, en el plazo y forma acordados, y el que, si por cualquier circunstancia imprevista, la empresa acreditada no pudiera cumplir con sus obligaciones, los bancos puedan ejercitar las garantías y en definitiva, el que se cumplan las obligaciones asumidas por la empresa.

También del mundo sajón se importan después, modelos de nuevas garantías que se emplean, entre otros, en los préstamos sindicados con el fin de cubrir fundamentalmente las variaciones de los tipos de interés, en préstamos generalmente pactados en euros a interés variable conforme al Euribor. Se incorpora así a nuestra práctica financiera los derivados de cobertura de interés variable.

## **I. PRÉSTAMOS SINDICADOS Y SUS NUEVAS GARANTIAS**

### **A. Préstamos sindicados: funcionamiento y su incidencia en la libre competencia.**

La doctrina define el préstamo sindicado, como aquél en el que varios bancos acuerdan con un empresario la entrega de una cantidad de dinero, por un tiempo determinado, a cambio de un interés. El sindicato de banqueros puede actuar de forma solidaria o mancomunada, según se acuerde, siendo la primera fórmula la más común. Le son aplicables las normas del C.C. sobre solidaridad de acreedores comprendidas en los arts. 1442 y 1443. En estas operaciones un banco figura como director del sindicato,

---

<sup>1</sup> Brosseta Pont, M., "Manual de Derecho Mercantil", octava edición, pág. 471

siendo el que más suele relacionarse con el prestatario. En todo lo demás rigen las cláusulas contractuales y disposiciones sobre contratos<sup>2</sup>.

Se trata de un contrato, como tantos otros surgidos en los últimos años, que no se encuentran regulados específicamente, y que surgen de la propia realidad socioeconómica. En nuestro país, lo posibilita la libertad general de pactos que establece el art. 1255 CC. Así, los contratantes pueden establecer las cláusulas y condiciones que estimen conveniente que no sean contrarias a las leyes, la moral o el orden público. En consecuencia, si no puede establecerse ningún pacto ni cláusula contrarios a ninguna ley, no podrán por tanto éstos contravenir lo dispuesto en la Ley de Defensa de la Competencia (LDC).

Las grandes inversiones y proyectos de carácter industrial y comercial hicieron necesario en la década de los noventa concentraciones bancarias para poder alcanzar la dimensión de los grandes bancos europeos y poder estar así en condiciones de competir en el Espacio Económico Europeo. Pero a pesar de ello, los bancos podían sobrepasarse en los niveles óptimos de inversión y riesgo, no considerar aconsejable concentrar en una sola empresa y/o proyecto una gran inversión de sus recursos, o sencillamente, el atender a suministrar la totalidad del préstamo solicitado no les resultaba técnicamente posible. Estas últimas justificaciones, sin otras más concretas, podrán infringir las prohibiciones de la LDC, según veremos más adelante.

En estos supuestos se acude a la cooperación entre varias entidades bancarias para proporcionar el préstamo/crédito demandado por una empresa, tal y como venían haciendo desde hacía más tiempo los principales bancos europeos.

Se justifica esta cooperación entre varios bancos como no contraria a la libre competencia, aunque finalmente todos pacten las mismas condiciones e intereses, en tanto en cuanto, dan respuesta a una necesidad de financiación de gran volumen y a largo plazo, que no sería posible sin la concurrencia de varias entidades bancarias que formaran el sindicato de bancos que propician una determinada necesidad de aquellas características.

No obstante el anterior criterio generalizado, no por ello escapan a las normas antitrust los créditos sindicados. Cabe distinguir dos fases en este tipo de financiación. La anterior a la constitución del sindicato bancario o grupo de financiadores, en donde los bancos compiten para obtener un mandato en un proceso competitivo, y la posterior de constitución del sindicato. Son evidentemente mayores los riesgos de prácticas restrictivas en la primera fase, en la que las entidades deben pujar de manera independiente, evitando intercambiar información sensible con otros posibles oferentes. Una vez constituido el sindicato, el riesgo disminuye sensiblemente, si bien, deben evitarse contactos innecesarios.

Algún autor se ha pronunciado abiertamente, y no le falta razón para ello, señalando que, a los créditos sindicados se les debe aplicar los mismos principios generales establecidos por la CNMC en materia de compatibilidad de consorcios y UTE con el art. 1 LDC. Esto significa que deben considerarse estos créditos conformes con aquellas normas. Así, si puede establecerse que, antes de decidir participar en el consorcio con otros competidores, la entidad bancaria examine con arreglo a sus propios procedimientos internos si se encontraba en condiciones económicas y técnicas para afrontar la operación en solitario, pudiendo acudir lícitamente a la constitución del

---

<sup>2</sup> Ruiz de Velasco, Adolfo. Manual de Derecho Mercantil, 2ª Ed. 2003, pág. 878

sindicato solo en el supuesto en el que de dicho análisis se obtenga una respuesta negativa desde la política de riesgo crediticio de la entidad<sup>3</sup>.

Los préstamos o créditos sindicados se llevan a cabo fundamentalmente para financiar a una empresa, financiación corporativa, y últimamente y de forma más habitual, para financiar un concreto proyecto.

En el primer supuesto, deberá analizarse previamente la estructura de la empresa, sus negocios en marcha y perspectivas de negocio a medio plazo fundamentalmente y en definitiva, su capacidad para poder devolver el préstamo en los plazos y con los intereses que se pacten. Adicionalmente, y después de haber pasado la empresa este primer test, los bancos buscarán garantías adicionales para cubrir cualquier contingencia desfavorable que pudiera poner en peligro el puntual cumplimiento de las obligaciones por parte del acreditado, mediante la exigencia de garantías y avales personales, hipotecas e incluso, en el pasado, mediante constitución de garantía prendaria sobre maquinaria y otros activos industriales. Con el transcurrir del tiempo y la acumulación en algunos momentos de incumplimientos masivos por diversas circunstancias, los bancos han podido comprobar que si las ejecuciones hipotecarias no posibilitaban la devolución de la deuda, mucho menos las prendas que en la mayoría de los casos solo terminaron en la adjudicación de chatarra por la que nadie pujo en la ejecución y el precio del remate fue simbólico.

Los préstamos o créditos sindicados para la financiación de un determinado proyecto, se analizarán desde una perspectiva algo distinta, pero con la mirada siempre puesta en el cumplimiento puntual por parte de la empresa obligada. En este supuesto, debe analizarse el proyecto en sí y como será capaz por sí solo de cumplir puntualmente con las obligaciones que se contraigan en cuanto a devolución del principal e intereses y en los plazos acordados en el contrato. En ambos supuestos, lo más habitual en la Unión Europea, viene siendo el que se pacte como moneda el euro y el tipo de interés sea variable referenciado también en la mayoría de los casos al Euribor, si bien puede pactarse en otro tipo de moneda, la segunda más habitual es el dólar, y también con interés variable con alguno de los referentes más oficializados.

Por lo que se refiere a las garantías, como antes se adelantaba, los bancos han "puesto de moda" el pacto de un derivado financiero de cobertura de tipo de interés, siguiendo el modelo sajón, en la cobertura de los riesgos de fluctuación del referente del tipo de interés, ya que la mala experiencia tenida en anteriores préstamos de financiación corporativa, así se lo aconsejaba.

## **B. Derivados de cobertura de riesgo del tipo de interés**

Los préstamos y créditos a interés variable, sean del tipo que sean, incluso hipotecarios, suponen para los partícipes, tanto acreditante, como acreditado, prestamista o prestatario, un especial riesgo por las fluctuaciones que los tipos de interés, tanto a medio como, sobre todo, a largo plazo, pueden experimentar en el transcurso de la operación financiera.

A los bancos les interesa que el deudor pueda pagar puntualmente durante toda la vida de la operación, tanto las amortizaciones de capital, en la forma pactada, como los intereses. Pero no están dispuestos a soportar la fluctuación que éstos puedan tener. Si los intereses bajan, el banco que colocó el principal a una tasa de interés superior, le

---

<sup>3</sup> Gutierrez Herrador, Alfonso, "Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: La Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018", Actualidad Jurídica Uribe y Menéndez nº 48, enero de 2018

será desfavorable la operación. Hoy en día, el tipo de interés real en cada momento no lo determinan los prestamistas, ya que si es en euros, lo hace el Banco Central Europeo. Por ello y pese al conocimiento de sus empleados y de las sofisticadas herramientas que poseen, no quieren los bancos correr el riesgo que tratan de trasladar a los particulares o a las empresas, en su caso, para tener claro y protegido el beneficio.

Lo malo de todo esto es que dada la falta de transparencia e información a los clientes, en los últimos años han aflorado estas circunstancias al llegar estos contratos a los tribunales por desavenencia de las partes. También en el caso de cobertura de riesgo de tipo de interés ha sido frecuente que los bancos exijan de los prestatarios la cobertura del riesgo de tipo de interés, sobre la base de convencerles de que con ello se va a cubrir el proyecto para el supuesto de una subida del Euribor que encarecerá los intereses a pagar, pudiendo poner en riesgo el que el proyecto no produzca lo suficiente para atender sus compromisos ante la nueva situación. Por ello, les proponen contratar un derivado financiero. Al empresario le parece acorde a sus intereses esta exigencia del banco, pero en muchos supuestos, lo que le obligan a contratar es un "collar" que protege al cliente ante la subida del Euribor, pero también al banco, en el supuesto de que Euribor baje, que es lo que ha ocurrido en los últimos años. Al cliente, en definitiva, no se le dice toda la verdad y el producto que se le ofrece no cubre solo su riesgo, sino también el del banco. Si se hubiese ofrecido como derivado un "cap", el cliente tendría suficiente con este producto financiero para cubrir su riesgo. Además, el "collar" es un derivado muy opaco y altamente especulativo que solo en contadísimas ocasiones va a interesar contratar al cliente. Pero una de las características principales de los contratos bancarios deriva de ser uno de los contratantes, una fuerte empresa capitalista que impone unilateralmente sus condiciones al otro contratante<sup>4</sup>.

Los contratos de protección de tipos de interés en sus modalidades "cap", "floor" y "collar" son solo algunos de los muchos productos financieros derivados que la práctica ha incorporado a nuestro sistema de competencia mercantil<sup>5</sup>.

Si se contrata por el cliente un "cap", en el supuesto de que los tipos de interés por referencia a un índice variable, por ejemplo Euribor, sobrepasa el tipo de interés máximo acordado, no tendrá que pagar el sobre interés que asume este supuesto vendedor del "cap", banco. Se trata, en definitiva, de asegurarse ante la subida descontrolada, algunas veces, de los tipos de interés, que harían peligrar el proyecto. Claro está que, si bien los tipos de interés pueden subir, no lo harán hoy de forma muy brusca ni descontrolada, pues en el caso del euro, el Banco Central Europeo se encarga de evitarlo.

Por el contrario, quien contrata un "floor", en el caso de que los tipos de interés se sitúen por debajo de un tipo de interés mínimo, el vendedor cubrirá la diferencia existente entre ambas cantidades. Es evidente que este derivado no favorece los intereses del cliente-acreditado, pues no se beneficiaría de la bajada de los tipos de interés y encima tiene que pagar por ello. Por el contrario, el banco-acreditante si se vería favorecido, pues el cliente tendrá que pagar el tipo de interés más alto.

El "collar" es una combinación de los dos anteriores. En un contrato de "collar", el vendedor de protección, es a su vez, comprador de protección. Así, si él se protege contra la subida de los tipos de interés al comprar un "cap", vende al propio tiempo un "floor", otorgando así cobertura a la otra parte para el supuesto de bajada de los tipos de interés.

---

<sup>4</sup> Garrigues J, *"Curso de Derecho Mercantil"*, Vol. II (1962), pág. 175

<sup>5</sup> Gómez-Jordana, Iñigo, " *Los contratos de productos financieros derivados: caps, floors, collars*", en Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros, pág. 439

El collar responde a parámetros de difícil comprensión para clientes profesionales, de imposible control para los mismos, de gran volatilidad y de amplio margen especulativo. Por ello no es por lo general aconsejable su contratación, salvo casos muy excepcionales de clientes muy expertos y que tengan intención de especular.

La preocupación de la Comisión Europea y de otros reguladores europeos por las prácticas anticompetitivas en los mercados de créditos sindicados y de derivados es grande y actual.

En su plan de gestión de 2017<sup>6</sup>, la Dirección General de la Competencia (DG COMP) de la Comisión Europea pone de manifiesto su preocupación por la "coordinación y las barreras a la entrada en el mercado de derivados over-the-counter (OTC)"<sup>7</sup>.

La Comisión también expresó su intención de iniciar a lo largo de 2017 "un estudio sobre los problemas potenciales de competencia de los créditos sindicados"<sup>8</sup>. Según la DG COMP, "este área presenta una estrecha colaboración entre los participantes en el mercado en un contexto opaco y no transparente, como es el de operaciones OTC, que es particularmente vulnerable a la existencia de conductas anticompetitivas"<sup>9</sup>.

La DG COMP establece que dirigirá sus esfuerzos a la "obtención de información relevante sobre la estructura de mercado, la dinámica entre los participantes en el mercado y la existencia de potenciales problemas de competencia"<sup>10</sup>.

Los contratos de los tres derivados financieros examinados, son contratos atípicos que carecen de regulación específica en los diversos sistemas jurídicos. De otro lado, cabe señalar que, a pesar de ser contratos consensuales, y por tanto no se exige requisito alguno de forma para su perfección, la documentación de los mismos ha evolucionado hacia una estandarización.

Los modelos normalizados más empleados recogen el nombre de sus patrocinadores y son los que publican dos asociaciones, ISDA<sup>11</sup> y AEBP<sup>12</sup>. El resto de cláusulas o la modificación de alguna de las estandarizadas, corresponde al acuerdo de las partes según el principio de libertad contractual.

## II. OPERACIONES CON DERIVADOS DE COBERTURA DE TIPO DE INTERES EXAMINADOS POR LAS AUTORIDADES DE COMPETENCIA.

Solo hay dos casos que han sido examinados por las autoridades de competencia, que conozcamos. Uno por la Comisión Europea y otro por la CNMC.

### A. Comisión europea

Referido a un préstamos sindicados de *corporate finance* o financiación

<sup>6</sup> DG COMP Management Plan 2017

Disponible en [http://ec.europa.eu/competition/anual\\_management\\_plan//amp\\_2017\\_en\\_pdf](http://ec.europa.eu/competition/anual_management_plan//amp_2017_en_pdf)

<sup>7</sup> DG COMP Management Plan 2017. Página 11: "In 2017, DG Competition will continue to monitor the commitments that apply for 10 years and will address the concerns of coordination and entry barriers in provider IHS Markit in July 2016", Nota a pie de página 30: "In July 2016, the Commission made binding commitments offered by ISDA and Markit, see IP/16/2586 of 20 July 2016 [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-2586\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2586_en.htm)"

<sup>8</sup> DG COMP Management Plan 2017. Página 11: "DG Competition will possibly also engage in a study on potential competition issues of loan syndication".

<sup>9</sup> DG COMP Management Plan 2017. Nota a pie de página 31: "This area exhibits close cooperation between market participant in opaque or in-transparent settings, such as over-the-counter (OTC) activities, which are particularly vulnerable to anticompetitive conduct."

<sup>10</sup> DG COMP Management Plan 2017. Nota a pie de página 31: "Work will focus on obtaining relevant information on market structure, dynamics between market participants and potential competition"

<sup>11</sup> International Swaps and Derivatives Association Inc.

<sup>12</sup> Este contrato marco se debe a la Asociación Española de Banca Privada

corporativa, comenzó a investigar la Comisión la posible concertación de los bancos en la fijación del Euribor y otras condiciones de los derivados financieros, produciéndose dos Decisiones: una de transacción, como consecuencia de peticiones de clemencia y la otra Decisión referida a los bancos que no transaron.

*a) Decisión de la Comisión de 4 de diciembre de 2013, Derivado sobre tipo de interés en euros<sup>13</sup>*

Según esta Decisión, sus destinatarios participaron en una infracción única y continuada del art. 101 del Tratado y 53 del Acuerdo EEE. Su objeto fue la restricción o falseamiento de la competencia en el sector de los derivados sobre tipos de interés en euros relacionados con el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro o con el índice medio del tipo del euro a un día.

Los destinatarios de la Decisión son, Barclays y determinadas filiales, Deutsche Bank AG y alguna filial del mismo, Société Générale y RBS.

La Decisión no establece ninguna responsabilidad de ninguna de la partes, fuera de la transacción, por su participación en ninguna infracción de las normas en materia de competencia de la UE, en este asunto.

El procedimiento se inició por una solicitud de dispensa presentada por Barclays el 14 de junio de 2011. Entre el 18 el 21 de octubre de 2011, la Comisión lleva a cabo una inspección por sorpresa a diversos bancos en París y Londres.

Mediante resolución de 5 de marzo de 2013 y 29 de octubre de 2013, la Comisión inició el procedimiento previsto en el art. 11.6 del Reglamento CE, 1/2003 contra los bancos antes identificados como destinatarios de la Decisión y otros tres bancos más, con vistas a iniciar conversaciones para llegar a una transacción.

Considerando como mercado geográfico de la infracción como mínimo el del EEE, aplicando la Comunicación sobre clemencia se concede inmunidad a Barclays y también una reducción del 50% de la multa a RBS, una reducción de la multa en un 30% a Deutsche Bank y reducción del 5% a Société Générale.

En conclusión, se impusieron las siguientes multas: Barclays "0" euros, Deutsche Bank 465.861.000 euros, Société Générale 445.884.000 euros y RBS 131.004.000 euros.

*b) Decisión de la Comisión de 7 de diciembre de 2016<sup>14</sup>*

Se ocupa en un extenso documento, de casi doscientas cincuenta páginas, de examinar la conducta de los tres bancos que decidieron no transar como el resto y aceptar las importantes multas que demand  la Comisión, según veíamos en la anterior Decisión.

Los bancos Crédit Agricole, HSBC y JPMorgan, han hecho frente a la acusación de la Comisión y tratan de probar su no participación en un cártel para influir los precios de los derivados de tipo de interés en euros. La Comisión sospecha que han participado en un acuerdo ilegal cuyo objetivo era falsear la evolución normal de los componentes del precio de los derivados de tipo de interés en euros. En extensos escritos de defensa, que al menos aparentan solidez en sus afirmaciones, se han opuesto a la acusación,

---

<sup>13</sup> Asunto AT. 39914, DOUE C-206/17, de 30/06/2017

<sup>14</sup> AT- Productos Financieros de tasa de interés en euros (EIRD)

pero la Comisión, de forma muy meticulosa, examina aquellos y va desmontando uno a uno los argumentos en una Decisión que, como indicábamos, es muy extensa y cuyo comentario detallado excede los límites de este trabajo.

## **B. CNMC**

El segundo supuesto se refiere a *project finance* o financiación de proyectos del que ha conocido la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en el Expediente S/DC/0579/16 “derivados financieros” y que terminó por Resolución de 13 de febrero de 2018<sup>15</sup> por la que se sanciona a cuatro entidades bancarias españolas de primera fila. Es pues esta la primera Resolución que se ha pronunciado por las autoridades de competencia de los países miembros de la Unión Europea en esta materia, e incluso antes de cualquier resolución de la autoridad UE sobre *project finance*.

La Resolución declara acreditada una infracción muy grave de los artículos 1 de la LDC y artículo 101 del TFUE consistente en una actuación concertada dirigida a la fijación del precio por encima de los precios y condiciones de mercado de los derivados financieros utilizados como cobertura de riesgo de tipo de interés asociado a créditos sindicados en financiación de proyectos.

La Resolución impone a los bancos sanciones, de conformidad a la responsabilidad de cada uno en la infracción, de multas por 31.800.000 euros, 23.900.000 euros, 19.800.000 euros y 15.500.000 euros.

Se intima a los infractores para que se abstengan de realizar conductas semejantes, instándose también a la Dirección de Competencia de la CNMC para vigilar el cumplimiento de la Resolución.

Finalmente, resuelve sobre la confidencialidad relativa a documentos aportados, diciendo, “...de conformidad con lo establecido en el Fundamento de Derecho 5.4” en donde señala la necesidad de mantener la confidencialidad sin explicar ningún motivo sólido para ello.

Por la extensión de la Resolución y el interés que suscitan los asuntos que trata analizamos, a continuación, algunas de las controversias que se fueron estableciendo a lo largo del procedimiento y sobre las que se pronuncia la Resolución de la CNMC.

## **III. ALGUNAS DE LAS CUESTIONES MÁS DEBATIDAS POR LAS PARTES Y LA POSTURA DE LA CNMC EN SU RESOLUCIÓN**

### **A. Financiación de proyectos y justificación de la cobertura del tipo de interés.**

En la Resolución se menciona que la financiación de proyectos o *project finance* se refiere a los mecanismos de financiación para proyectos de gran envergadura, en los cuales la garantía en la que se apoyan los prestamistas para financiar el proyecto depende fundamentalmente de la capacidad del propio proyecto para generar ingresos que sean por sí capaces de pagar la deuda que se ha contraído y remunerar al capital invertido.

---

<sup>15</sup> El texto completo de la Resolución puede consultarse en la página Web de la CNMC. Al haber intervenido, el autor de este trabajo, como abogado de las empresas denunciadas, ha sido especialmente escrupuloso de no causar perjuicio alguno añadido al establecido en la Resolución. Por ello, no se cita el nombre de los bancos sancionados a pesar de ser público y encontrarse identificados en la Resolución de la CNMC

La deuda en este tipo de proyectos se considera garantizada de forma única por el proyecto, y debido al elevado importe de los préstamos o créditos que financian este tipo de proyectos, se suele recurrir a créditos sindicados a largo plazo. En estos créditos sindicados suelen participar diversas instituciones financieras (acreditantes), que ponen a disposición de un acreditado fondos prestables en términos y condiciones comunes, junto con documentación también común.

El préstamo sindicado, al estar concedido por un grupo de bancos sindicados, permite diversificar los riesgos y por ende, realizar un tipo de operaciones con un elevado montante que, de otra forma, resultaría muy difícil llevar a cabo. La sindicación de un préstamo entre varios bancos constituye, por tanto, un mecanismo temporal de asociación de estas entidades, que tienen por finalidad la de poder distribuir la participación en la concesión de dicho préstamo. Por tanto, en estos casos, la financiación se articula en torno a un contrato de financiación, que se suscribe de forma multilateral por los bancos y el cliente, y en el que se fijan unas condiciones básicas de la financiación para la construcción y puesta en marcha de un proyecto de gran envergadura.

En este sentido, el principal coste para el proyecto financiado con un crédito sindicado son los intereses que debe pagar sobre la parte correspondiente a dicho crédito que se ha dispuesto. Por lo general, el tipo de interés del crédito suele ser de carácter variable y se construye con un tipo de interés de referencia más un diferencial o spread como margen retributivo de los acreditantes. Con relación a dicho diferencial o spread, este constituye el factor de remuneración más importante del crédito y, por lo tanto, conforma el principal elemento de la negociación para el mismo. A la hora de establecer su cuantía, influyen factores diversos como los niveles de riesgo que estén implícitos en dicha operación, el grado de competitividad, la liquidez en el mercado en el momento de concesión del préstamo, el rendimiento sobre el capital, etc. En clave de Defensa de la Competencia la concentración progresiva de algunos segmentos del mercado de financiaciones sindicadas aumenta el riesgo de fijación de tipos de interés en niveles elevados, de compartimentación de mercados geográficos y de liquidez de los mercados secundarios de sindicación, como han puesto algunos tratadistas de manifiesto<sup>16</sup>.

En los créditos sindicados que se estructuran como *project finance*, las entidades bancarias que forman el sindicato suelen solicitar al cliente que contrate un instrumento financiero de cobertura para proteger todo o parte del nominal o la cuantía del crédito, sobre todo de cara a poder cubrir las posibles desviaciones que se produzcan en los tipos de interés al alza que pudieran afectar de forma negativa a la capacidad de devolución de dicho crédito y, en definitiva, a la viabilidad del proyecto.

Como se ha constatado en la Resolución, la contratación del instrumento de cobertura frente al riesgo de tipos de interés constituye una práctica razonable y habitual tanto desde el punto de vista de los bancos como de los clientes, puesto que en último término lo que se trata de evitar es el impago del crédito.

En la Resolución, se menciona que, en las operaciones de *project finance*, los bancos y los clientes acuerdan mitigar el riesgo de los tipos de interés mediante estos contratos de cobertura. Por tanto, se trata así de un estándar de mercado para limitar el riesgo ante la elevación de los costes financieros por encima de un determinado nivel y, con ello se pongan en entredicho la propia viabilidad y el rentabilidad del proyecto. Según las entidades financieras, la cobertura se contrata a iniciativa del cliente, si bien,

---

<sup>16</sup> Martín Baumeister, Bruno, "Iniciativas recientes de las autoridades de competencia en materia de financiaciones sindicadas", en Notario nº 82, Nov/Dic. 2018

como refleja la Resolución, en las primeras fases de la negociación del préstamo "se ofrece al cliente" la posibilidad de contratar un derivado; aunque en la práctica se suele celebrar simultáneamente este contrato con el de préstamo.

Como consta en la Resolución, la cobertura de un préstamo sindicado está regulada en diversos documentos, si bien, se menciona y destaca expresamente el Term Sheet, el contrato de financiación, el CMOF y las confirmaciones.

Por lo que se refiere a los primeros, apunta la Resolución que "la denunciante aportó varios borradores de Term Sheet que, si bien no llegaron a dar lugar a un documento definitivo, recogían algunos aspectos del contrato de derivados. En todas las confirmaciones analizadas se recogía que la prima, diferencial, margen, spread es cero. Por tanto, en general, los contratos de financiación sindicada recogen la obligación de contratar un instrumento de cobertura, que deberá contratarse con las mismas entidades acreedoras de forma bilateral e independiente, y se cerrará "en condiciones de mercado".

Si bien parece razonable que se exija al cliente la contratación de un derivado financiero que cubra la posible subida de los tipos de interés a lo largo de la vida del préstamo, no es razonable, por un lado, el que se exija contratar el derivado con las mismas entidades prestamistas, ni el que el derivado que éstas proponen al cliente sea para que también se cubran los bancos de la también posible bajada de los tipos de interés y, por otro lado, que el derivado sea el más complejo de los que existen en el mercado, el "collar", de difícil o imposible control por el cliente de su cotización salvo de expertos muy especializados.

Ni los contratos de financiación, ni los terms sheet, CMOF ni confirmaciones especifican cuáles serán los criterios particulares de contratación "en condiciones de mercado" ni el método concreto de fijación del floor o del tipo fijo en caso de "swap".

Resulta especialmente llamativo que en los productos de cobertura comercializados por las entidades bancarias sancionadas, o bien se dice expresamente que el margen o diferencial "es cero o ninguno", o bien no existe mención alguna sobre su existencia, a diferencia de lo que ocurre con los contratos de crédito, que se explican y se desarrollan con todo detalle, detallando sobre todo, la referencia al margen de financiación.

Resulta ilógico que el margen o diferencial, que no se ha informado de ello al cliente, puede llegar a ser, incluso, superior al margen del propio crédito. Así la Resolución sancionadora señala que se produce "ausencia de mención alguna a las comisiones, gastos, costes, márgenes, honorarios u otros conceptos asociados a la contratación de los instrumentos de cobertura. (...) con carácter general, en todas las confirmaciones analizadas se recogía que la prima, diferencial, margen, spread es cero.". La CNMC, en la fase de instrucción, no solo analizó los contratos de financiación y los bilaterales de contratación del derivado financiero entre cada banco y cada empresa prestataria denunciante, sino que también lo hizo respecto de iguales supuestos de las entidades sancionadas con otras empresas, llegando a la conclusión que en todos ellos se produce concertación por parte de los bancos.

## **B. Posibilidad de vincular el derivado financiero a las normas del crédito sindicado.**

En la Resolución consta como las entidades financieras apuntan concretamente la vinculación del derivado a la financiación. Así señalan que, dado que las condiciones de financiación son únicas para cada operación, también la oferta de instrumentos de

cobertura es única y su negociación y oferta no puede disociarse de las correspondientes a la financiación. Sin embargo, como señala la Resolución, en los documentos aportados por el denunciante en el que se recogen las características del "collar" contratado con una entidad y que debe ser firmado por el cliente y el propio banco, se explica que el collar adquirido por el cliente no está necesariamente vinculado a una financiación y es independiente de la formalización del contrato de la operación de activo. Pero alguno de los bancos siguen señalando que *"no se puede disociar"* la negociación de la operación de financiación de la de la cobertura, cuyas condiciones deben ser ofertadas por las entidades de forma "unitaria", como en el préstamo sindicado, aunque la formalización luego sea bilateral, debido solo a que, *"así lo requiere la naturaleza de los derivados contratados (que ha de ser siempre bilateral)"*.

Las entidades revelan, como consta en la Resolución, que la contratación de los instrumentos derivados será bilateral, pero que en el caso de la negociación será multilateral, a pesar de lo cual tratan de asimilarla a la negociación del crédito sindicado. Mencionan asimismo que se establece un marco negocial común que vincula a todas las entidades acreedoras y proveedoras del derivado, limitando su independencia en numerosos aspectos a fin de asegurar que todas ellas se encuentran en igual posición y rango frente al deudor. De esta forma, lo que quieren evitar es que decisiones individuales (por ejemplo, la posible renegociación de uno de los contratos de cobertura con el cliente) provoquen el fracaso de todo este tipo de financiación de proyectos. Apuntan igualmente que una operación de financiación estructurada se compone por un conjunto de contratos, que *"solo en apariencia son independientes entre sí"*.

Evidencia de la falta de razón de las sancionadas, es el hecho de señalar que el derivado financiero debe correr la misma suerte y las mismas condiciones que el contrato principal, puesto que en el caso concreto del ICO, que ha formado parte de los distintos sindicatos bancarios, no lo ha hecho a la hora de participar en los derivados financieros.

Por su parte, el Consejo en la Resolución afirma que, esta vinculación que establecen los bancos entre el crédito y la cobertura "puede haber servido como elemento facilitador" de la fijación coordinada de un precio del derivado por encima del de mercado y considera inadmisibles que las entidades financieras, aprovechándose de que la contratación del derivado se realiza con los mismos bancos que otorgan el crédito sindicado, apliquen a la cobertura un precio único por encima del de mercado fijado colusoriamente.

### **C. Exigencia de contratar el derivado con los proveedores del crédito.**

La Resolución menciona que constituye "una práctica habitual que los bancos participantes en el crédito sindicado se encarguen ellos mismos de proporcionar a los clientes esa cobertura frente al riesgo de tipo de interés a cambio de un precio o prima, pero en principio nada impediría que otros bancos ajenos al sindicato de prestamistas proporcionasen esa cobertura en todo o en parte". Debemos señalar, ante esta poca ortodoxa práctica, de que los bancos participantes en el crédito sindicado, facilitan el derivado, ello debe ser aceptado por el cliente, después de examinar ofertas del derivado por parte de bancos terceros, ya que el cliente tendrá la facultad de poder contratarlo con aquella entidad que considere oportuna siempre que cumpla la misma garantía de solvencia.

De acuerdo con el ICO, la forma de obtener los beneficios por los proveedores de los derivados suele ser a través de márgenes, que son calculados como la diferencia

entre el precio obtenido por el proveedor del derivado en el mercado (dado el rating de la entidad y su conocimiento del mercado) y el nivel al que éste lo vende de forma posterior al cliente y que, además, éste acepta.

De forma habitual, las operaciones de derivados se formalizan a través de contratos marco, que son diseñados a tal efecto por asociaciones especializadas. Los contratos de cobertura son bilaterales. Aunque la cobertura la ofrezcan varias entidades, cada una debe suscribir un contrato diferente con el cliente. Además, ninguna de las partes podrá dar publicidad al contenido de la misma, salvo con el consentimiento expreso de la otra.

Por tanto, los proveedores del derivado pueden ser las entidades financieras ya participantes en la financiación, solo parte de ellas, o un tercero externo a éstas (o una mezcla). Si ya participan en el crédito, su participación en la provisión de la cobertura será habitualmente proporcional a su participación en el crédito. Pero cada entidad financiera debe evaluar su riesgo y, podrá optar o no por la formalización de un derivado de cobertura en caso de considerarlo necesario.

Las entidades participantes en un crédito sindicado son competidores en la provisión de productos de cobertura (junto con cualquier entidad ajena al crédito que ofrezca este tipo de productos) y deberían presentar sus ofertas de forma independiente y en competencia.

Desde el punto de vista del derecho de la competencia, a pesar de que los créditos sindicados suponen acuerdos entre competidores, éstos pueden tener un "objeto perfectamente legítimo y pro-competitivo", y será un crédito sindicado pro-competitivo cuando el prestatario no pudiese conseguir una financiación en términos similares de un único prestamista debido a que este crédito resultase excesivo para la capacidad de un único prestamista. Nada justifica que los participantes en un crédito sindicado asuman el papel de proveedores de cobertura, que se repartan los derivados de cobertura de riesgo de tipo de interés entre sí, y que acuerden de forma conjunta las condiciones económicas de dichas coberturas en perjuicio indiscutible de los clientes.

Como se desprende de las declaraciones de las propias entidades financieras, el cliente tiene libertad para contratar con otros bancos la cobertura del riesgo. No hay nada que impida al cliente cerrar el derivado de cobertura con un tercero ajeno al sindicato, aunque en la práctica esto no suele ocurrir por no resultar eficiente ni para los bancos acreditantes ni para el proyecto, criterio éste muy particular de las sancionadas. Los motivos: por la rentabilidad de la operación, puesto que a los bancos no podría interesarles la operación en caso de no cerrar también el derivado o una parte del mismo; por añadir un riesgo crediticio no previsto aumentando los costes globales de la financiación; y por la ausencia de incentivos de un tercero para prestar la cobertura de una operación de financiación en la que no haya participado. Todas estas afirmaciones carecen de sustento en la realidad de los hechos.

La Dirección de Competencia considera acreditado que los bancos que conceden el crédito sindicado obligan a los clientes del crédito a contratar la cobertura del riesgo de tipos de interés con los propios bancos en una operación vinculada al crédito sindicado. Sin embargo, como señala la Propuesta de Resolución (PR), existen otras entidades financieras, activas en los mercados de derivados financieros, que prestan estos servicios de cobertura, tal y como las imputadas han reconocido y como se desprende de la posibilidad que las propias entidades contemplan, de que un tercero provea este producto de cobertura (aunque, según ellas, esta posibilidad no sea ni atractiva ni rentable para terceros).

De aquí que la Dirección de Competencia acusara de concertación en el Pliego de Concreción de Hechos (PCH) también por el supuesto de haberse puesto los bancos de acuerdo para ofrecer el derivado financiero al cliente cuando éste podía haberlo contratado en el mercado con entidades terceras o incluso con uno sólo de los bancos que intervienen en el sindicato, si éstos hubiesen actuado con independencia a la hora de proponer el derivado financiero a contratar por el cliente. La Sala del Consejo se aparta de esta consideración en su Resolución al considerar subsumida esta práctica en la concertación que llevan a cabo en el precio del collar cuando se conciertan a este efecto. Se considera que éste es un paso previo y necesario para poder llevar a cabo la segunda y definitiva concertación por la que son sancionadas, sin que suponga una condición autónoma respecto de la infracción que se sanciona.

Sin embargo, entendemos que el hecho de ponerse de acuerdo los bancos para ofrecer un derivado financiero complejo y no adecuado a las necesidades del cliente, proporcionado por ellos mismos, sin informarle ni posibilitar el que pueda ser contratado con terceros supone per se una práctica concertativa prohibida por el artículo 1 LDC y artículo 101 del TFUE, con independencia de que se concierten en un sobreprecio o comisión encubierta que pactan de espaldas al cliente.

Como decíamos antes, la cobertura de un préstamo sindicado está regulada en diversos documentos, destacando el Term Sheet, el contrato de financiación, el CMOF y las confirmaciones. La denunciante aportó varios borradores de Term Sheet que, si bien no llegaron a dar lugar a un documento definitivo, recogían algunos aspectos del contrato de derivados. En todas las confirmaciones se recogía que la prima, diferencial, margen, spread es cero. En general, los contratos de financiación sindicada recogen la obligación de contratar un instrumento de cobertura, que deberá hacerse con las propias entidades acreedoras de forma bilateral e independiente, y se cerrará "en condiciones de mercado". Pero en documento alguno, ni confirmación, especifican cuáles serán los criterios particulares de contratación "en condiciones de mercado" ni el método concreto de fijación del floor o del tipo fijo en caso de swap, como queda antes señalado y repetimos ahora, pues tales ausencias parecen hechas a propósito para oscurecer más la operación del derivado.

Resulta llamativo que en los productos de cobertura comercializados por las entidades sancionadas o bien se dice expresamente que el Margen o Diferencial "es cero o ninguno", o bien no existe mención alguna sobre su existencia, a diferencia de los contratos de crédito que se desarrolla y explica en todo detalle la referencia al margen de financiación.

Resulta ilógico que el margen —no informado— puede llegar a ser incluso muy superior al margen del propio crédito. Así la Resolución sancionadora señala que se produce "(7) ausencia de mención alguna a las comisiones, gastos, costes, márgenes, honorarios u otros conceptos asociados a la contratación de los instrumentos de cobertura. (...) con carácter general, en todas las confirmaciones analizadas se recogía que la prima, diferencial, margen, spread es cero." Se trata, en definitiva, de una forma más empleada para hacer creer al cliente que la operación del derivado no va a tener para él gasto o coste alguno.

#### **D. La complejidad de los derivados financieros de cobertura de tipo de interés, en especial, de los "collar".**

Como hemos mencionado, la contratación del instrumento de cobertura frente al riesgo de tipos de interés es una práctica razonable, siempre y cuando se ofrezca al cliente el apropiado a la cobertura que precise, se le informe detalladamente y no le

obliguen a contratar otro derivado más complejo e inadecuado a sus necesidades, y sin la debida información.

En general, el instrumento de cobertura suele ser un derivado financiero, que consiste en un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo financiero, denominado producto subyacente. Los derivados se clasifican en función del activo subyacente (derivados de tipos de interés, de acciones, de divisas, etc.), del tipo de contrato (opciones, futuros, *forward*, *swaps*, etc.), de la finalidad (especulación o cobertura), y del lugar de negociación y contratación (mercados organizados o no organizados).

La realidad constata y así lo señala la Resolución e incluso aceptan los bancos imputados, que existen diversos derivados financieros, resultando en cada supuesto más aconsejable contratar uno u otros. Mediante la contratación de un *cap*, el cliente se garantiza ante las posibles subidas de los tipos de interés, es decir, si los intereses suben más allá de un tipo que se establece, el cliente no tendrá que pagar mayor interés, siendo los bancos los que asumen el riesgo. Es una especie de seguro para el cliente que como es normal paga por ello.

Por el contrario, el *“floor”* se trata de una operación contraria que protege frente a las bajadas del tipo de interés, lo que solo beneficiaría a los bancos prestamistas. La entidad financiera en este caso paga una prima al cliente, quien se obliga frente al banco a que si en un futuro el tipo de interés de referencia cayera por debajo del tipo de interés fijado como mínimo (tipo *“floor”*), el cliente pagará al banco la diferencia entre estos dos tipos de interés, multiplicada por el importe nominal que está siendo cubierto de la bajada de los tipos de interés. Poco útil resulta este derivado para el cliente y del que solo sale beneficiado el banco para el caso de que caiga el tipo de interés y que, por si no fuera poco, paga el cliente.

El *“collar”* es un derivado mucho más complejo ya que es una combinación entre las opciones *“cap”* y *“floor”*.

En el caso objeto de la Resolución de la CNMC, el principal derivado financiero utilizado, esto es, los *“collars”*, que tienen como producto subyacente el tipo de interés de referencia. Este complejo producto, incomprensible, además, para clientes profesionales en muchos casos, se emplea en muy pocas ocasiones, como lo acredita que las entidades bancarias que participan en el Informe del Banco de España, que figura en el expediente, a petición de la CNMC, manifiestan su complejidad y poco uso, como además lo acredita el que dichos bancos especializados, manifiestan que ninguno de ellos han internado hasta la fecha en la contratación de ningún *“collar”*.

Un *“collar”* de tipos de interés es un derivado hecho a medida que incorpora a la vez dos tipos de opciones de tipos de interés denominadas *“cap”* y *“floor”*. Es una combinación de ambos, en el que el cliente que ha recibido el préstamo compra la opción *“cap”*, y la entidad financiera que ha concedido el crédito compra la opción *“floor”*, ambos a cambio de una prima. Se protegen a la vez frente a los cambios en el tipo de interés del crédito que son perjudiciales para cada uno (subidas para el cliente, bajadas para la entidad financiera), al menos a partir de determinado nivel marcado por los tipos *“cap”* y *“floor”*.

Con al *“collar”*, el cliente que ha recibido el crédito elimina el riesgo de una subida de los tipos de interés por encima del máximo pactado en el *“cap”*, a la vez que renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una caída de los tipos de interés por debajo del mínimo pactado en el *“floor”*. Lo contrario sucede con el banco, que se asegura de que nunca recibirá menos por intereses del crédito que el *“floor”*, pero renuncia a beneficiarse de una subida de tipos por encima del *“cap”*. En definitiva, tanto el banco

como el cliente pueden verse perjudicados o beneficiados por los movimientos del tipo de interés de referencia entre el "floor" y el "cap". En el caso que examina la Resolución de la CNMC, además, los bancos que tienen unas previsiones muy exactas de las evoluciones de los tipos de interés, sabían, cuando se lleva a cabo estos contratos, que la tendencia, al menos a medio plazo, era bajista para los intereses del euro por la intervención del Banco Central Europeo en esta materia, cuya conducta, en los al menos quince últimos años, resultaría de interés que se analizara por la Comisión europea.

Ante la complejidad de estos productos financieros, cabe destacar la necesaria especial diligencia de los bancos en sus deberes de información general, como se indica en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), por lo que la Resolución menciona expresamente que las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener adecuadamente informados a sus clientes. Y que toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa.

Volviendo al caso que nos ocupa, es preciso destacar que productos como el "collar" se emplean sólo para clientes muy sofisticados con grandes conocimientos financieros o que cuentan con asesores sobre la materia. Como consta en el expediente y a ello se refiere también la Resolución, la mayoría de las entidades bancarias tenían catalogadas a las empresas del grupo denunciante como "minoristas", esto es, aquellos clientes que más legos son en materia financiera. En el supuesto de clientes profesionales, que ningún banco tenía clasificadas como tales a las denunciadas, se precisa que el banco explique detalladamente el funcionamiento de este complejo producto tal y como señala TRLMV<sup>17</sup>.

Para todo tipo de clientes se exige que en cuanto al coste de la operación se haga de una forma detallada y comprensible<sup>18</sup>.

Las entidades financieras están obligadas legalmente, a explicar de forma clara y no engañosa el coste o valor inicial del derivado, en especial, a quien suscribe un derivado desde su valor inicial<sup>19</sup>.

Por otro lado, también debe hacerse notar que las empresas denunciadas precisaban los créditos para la financiación de concretos proyectos de construcción y explotación de parques de energía eólica. Estando en este tipo de negocio tasado y asegurado el margen de beneficio, es evidente que lo que les hubiera interesado contratar es un "cap", para así protegerse ante las hipotéticas subidas del tipo de interés. Con ello, los bancos prestamistas quedaban suficientemente asegurados del cumplimiento, pues el único riesgo ajeno al funcionamiento del proyecto que pudiera influir es precisamente la subida de los tipos de interés. Pero, por el contrario, vemos que todas las entidades financieras se ponen también de acuerdo para ofrecerles solamente un collar con el que, habiéndose contratado, incluso a precios de mercado, solo beneficiaría a aquéllas, que así se protegerían de las bajadas de los tipos de interés con el consiguiente perjuicio para el cliente. Los "collars", por otro lado, dada su complejidad, van a permitir a los bancos más fácilmente el incrementar extra tipos por encima del mercado y no pactados con el cliente, quien muy difícilmente podrá detectarlos, incluso siendo experto en la materia.

El cliente hubiera tenido satisfecho su riesgo y también su obligación con el banco con la contratación de un "cap" que en ningún momento le fue ofrecido por los bancos,

---

<sup>17</sup> Que traspone a nuestro ordenamiento jurídico la normativa MiFid

<sup>18</sup> Autoridad de Valores y Mercados, ESMA, en la publicación de 24 de marzo de 2014, ESMA/2014/334

<sup>19</sup> Por todos STS – Sala 1ª de 20/11/2015

según se deriva de la documentación aportada al expediente, tanto por las empresas denunciadas, como por los bancos imputados.

#### **E. Análisis de la concertación llevada a cabo por las entidades financieras.**

El objeto del expediente es valorar si la actuación coordinada de las entidades bancarias incoadas a la hora de fijar el precio de los derivados, utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados, supone una restricción a la competencia y, en particular, una infracción del artículo 1 de la LDC y del 101 del TFUE.

Según recuerda la Resolución con la transcripción literal de los preceptos:

El artículo 1 de la LDC prohíbe *"todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o en parte del mercado nacional y, en particular, los que consistan en a) La fijación, de forma directa o indirecta, de precios o de otras condiciones comerciales o de servicio"*.

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

La actuación coordinada ha sido acreditada en el expediente a través de los hechos reseñados y los *que* a continuación se analizan.

A la hora de determinar la existencia de la infracción, la Sala consideró necesario efectuar un *análisis* separado de las dos conductas que la Dirección de Competencia analiza en el expediente como constitutivas de la misma, que permita constatar la efectiva infracción de los preceptos mencionados en la actuación de las entidades finalmente sancionadas.

En el PCH *consta* que:

En primer *lugar*, se analizó la conducta de las entidades consistente en la coordinación para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado destinado a project finance, que resulta ser claramente concertativa.

Y, en segundo lugar, se analizó la conducta consistente en la vinculación injustificada entre la concesión del *crédito* sindicado y la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas entidades bancarias que dan el crédito sindicado, segunda conducta incluida.

Finalmente, ésta se considera como parte de la infracción única y continuada de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE, según imputa la Dirección de Competencia en la PR notificada a las partes el 31 de marzo de 2017.

La Sala consideró que la Dirección de Competencia (DC) ha acreditado que el objeto de la coordinación ha sido ilícito y ha buscado falsear las condiciones de competencia, y que los efectos de las conductas han sido negativos para los clientes contratantes de los derivados. La DC en el PCH no se cuestionaba tanto la existencia de un único tipo de interés fijado para el "floor" o de un único tipo de interés fijado para el

“swap”, sino si la actuación de las entidades en la fijación del mismo se hace en condiciones de mercado o a través de una concertación contraria a las normas de competencia, que en realidad es lo que interesa para resolver finalmente. Ha habido concertación entre las entidades bancarias, en que momentos y con que finalidad y como resulta ello probado.

La instrucción de la DC determinó que los contratos de financiación sindicada formalizados por las entidades incoadas analizados recogían la obligación de contratar un instrumento de cobertura por regla general, y que debía ser contratado con las mismas entidades acreedoras de forma bilateral e independiente y establecían que el derivado financiero se contratará *“en condiciones de mercado”*. Estos hechos son ya demostrativos de una concertación de los bancos, pues los contratos del derivado financiero pude hacerse con los propios bancos prestamistas o con otros terceros, pues debe propiciarse el que el cliente pueda contratar libremente con quien mejor considere en régimen de ofertas en competencia.

Así la Sala de Competencia constata de las evidencias y elementos probatorios la efectiva comisión de la conducta que se imputa, en lo tocante a la coordinación ilícita para la fijación de un precio, superior al de las condiciones de mercado, de los derivados utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados para project finance.

La Sala coincide con el análisis de la DC en que de la información que consta en el expediente permite concluir que las condiciones económicas que se derivan de la cobertura efectivamente ofrecida a los clientes no son las comprometidas en el marco de la contratación del instrumento de cobertura, sino otras adulteradas con márgenes implícitos impuestos de forma multilateral y concertada por todas las entidades proveedoras del derivado. Esos márgenes implícitos eran introducidos al fijar el tipo floor del “collar” o el tipo fijo del “swap” por encima del precio “en condiciones de mercado” mediante el acuerdo entre las entidades con carácter previo al cierre de la operación de cobertura, y sin conocimiento del cliente sobre tal coordinación. Son una importantísima prueba de esta concertación las grabaciones de las conversaciones de los traders de los bancos, sin el cliente, en donde se pactan estas subidas de forma grosera, haciendo incluso risas sobre el desconocimiento del cliente el que tendrá que contentarse con la información que le pasan como cotización de mercado y como, además, se van ellos a beneficiar personalmente con el “bonus” que dé a cada cual su banco.

Así la Sala de Competencia considera que la concertación de los bancos en la fijación de un único precio de referencia para la cobertura del cliente (el tipo “floor” o el tipo fijo del “swap”), superior al de mercado que se habría establecido en ausencia de dicha concertación, constituye una restricción por objeto. En su valoración, no se exige la prueba de efectos reales contrarios a la competencia cuando se ha determinado que estas conductas colusorias son restrictivas por su objeto. A los efectos de valorar las conductas comprendidas en el artículo 1 de la LDC, lo relevante es la aptitud para lograr el fin de falseamiento de la libre competencia. La Sala considera que la conducta imputada ha producido efectos en el mercado, acreditados debidamente durante la instrucción del procedimiento, con un efecto negativo, a través de los precios fijados de forma colusoria, sobre la calidad de los derivados, esto es, sobre el valor de la cobertura para el cliente, que resulta negativa en vez de “a coste cero”, como se establece en los contratos con éste.

De otra parte, la mención a que estos tipos se fijarán “en condiciones de mercado” debe ponerse en el contexto del mercado afectado por la infracción. Así los bancos, al comprometerse a ofrecer el derivado “en condiciones de mercado”, se obligan a ofrecer

el derivado en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia en esos momentos ("fair value"), de manera que el instrumento de cobertura no tenga coste para el cliente. Que no tenga coste para el cliente quiere decir que este no tendría que pagar prima 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.

El acuerdo entre los bancos oferentes de la cobertura para subir apreciablemente el tipo del "floor" por encima del "precio en condiciones de mercado" (una vez fijado el del "cap"), provoca que el valor del "collar" para el cliente en el momento de la contratación sea negativo, no cero. Esto implicaría que el cliente debería haber recibido en aquel momento una prima del banco igual a ese valor negativo; si no la recibe, ese valor negativo equivale a un margen implícito a favor de los bancos, 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, si bien nos concentramos en señalar que ocurre en el "collar" que es el derivado que obligan a contratar a las empresas denunciadas.

La instrucción del expediente acreditó que los bancos operaban de manera que, desde la perspectiva del cliente, la percepción era que la oferta común que le hacían del tipo "floor" se realizaba mediante un proceso en el que todas las entidades financieras tenían acceso al mismo precio de mercado del "floor", precio único para todos y que no contenía márgenes ni comisiones, muy dependiente de las condiciones de mercado y, por tanto, muy variable, que se trasladaba directamente al cliente para su aceptación. La oferta de un tipo concreto era explicada en ocasiones al cliente haciendo referencia a la "volatilidad", o con referencias a la "actualización en mercado [de] los "floors" en el momento de cierre". El cierre de la operación con el cliente es una auténtica pantomima, ya que los bancos señalan, como de mercado, el precio más alto, precisamente acordado entre ellos.

La Sala entiende que el falseamiento de la competencia, consistente en la concertación para fijar los precios, que determinan las condiciones económicas de la cobertura del riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado a espaldas del cliente, constituye una restricción por objeto, tanto por el contenido de la conducta como por el objetivo de la misma, atendiendo además al contexto jurídico y económico en el que se desarrolla la práctica en cuestión.

La naturaleza del servicio de cobertura prestado, continúa la Resolución, no justifica que las entidades incoadas se concertaran previamente para fijar unas condiciones económicas de la cobertura del riesgo de tipos de interés esencialmente perjudiciales para el cliente, por estar alejadas del "fair value". La conducta analizada es apta per se para generar efectos negativos sobre el valor de la cobertura para el cliente, que resulta negativo en vez de sin coste. Esto revela un falseamiento de la competencia suficientemente nocivo para que la conducta pueda ser calificada como infracción y configurarla como vulneradora del artículo 1.1 de la LDC y 101 del TFUE.

Las entidades bancarias han argumentado que la práctica de "coordinar" el precio de la cobertura, práctica ésta que no niegan, responde a la necesidad de que, cuando el derivado se presta por los mismos bancos con los que se contrata el préstamo sindicado, "el precio de cierre del derivado sea el mismo para todos los bancos". Y además han alegado que constituye un uso habitual en jurisdicciones de nuestro entorno, en las que, en derivados prestados de forma sindicada, "el "floor" o el tipo fijo, al igual que el "cap", debe ser el mismo para todos los bancos de cobertura". Si esto fuera así, intervendría en la conversación entre los bancos, también el cliente, y no tendrían que engañarle de forma tan zafia.

Como razona la Resolución, lo cierto es, que en ausencia de ilícita coordinación, cada banco fijaría su precio del "floor" o del "swap" en función de su cartera o posición frente al riesgo, a un precio fijado "en condiciones de mercado", proporcionando así al cliente el elemento de contraste necesario y permitiría así disciplinar a las entidades para alcanzar un precio común que sí respondiera al compromiso contractual de determinar el precio de la cobertura "en condiciones de mercado". Pero el acuerdo colusorio previo de los bancos, que antecede a la negociación final con el cliente a través de teleconferencia, es el que permite eliminar la incertidumbre indisociable de una actuación autónoma en condiciones de mercado, conocer previamente las ofertas del resto de bancos del sindicato y acordar ilícitamente un precio más beneficioso para ellos, a espaldas y con total desconocimiento del cliente.

De los hechos acreditados, se aprecia que, el modo de determinación de las condiciones económicas del derivado en las operaciones analizadas, dista de limitarse a su fijación en el precio marginal cuando se daban diferencias justificables entre las cotizaciones obtenidas por las distintas entidades. Además, los audios permitirán poner de manifiesto que los bancos tenían en cuenta, a la hora de determinar los precios a ofrecer por la cobertura, si el cliente podía tener información sobre los niveles de mercado con la que comparar sus ofertas.

La Resolución destaca que la conducta de los bancos sancionados en la fijación de las condiciones económicas de la cobertura excedió el alegado objetivo de "únicamente asegurar la certidumbre necesaria para permitir la viabilidad del préstamo", configurando una ilícita coordinación de las condiciones económicas del derivado en niveles superiores a los de mercado, lo que supone el incumplimiento de lo pactado con el cliente, pero sin que este sea capaz de identificar esta situación desfavorable en el momento de la contratación de la cobertura.

Al pactar colusoriamente las ofertas a comunicar posteriormente al cliente, e intercambiar sin conocimiento del mismo información sobre sus posiciones en el mercado y las ofertas que pueden realizar a continuación, las entidades bancarias lograron que la determinación del precio del derivado se realice de forma más beneficiosa para ellas y con mayor coste para el cliente a como se realizaría si se hubieran limitado a presentar individualmente sus propuestas en la negociación final sin colusión previa. El cliente por tanto ignoraba la concertación previa de dichas entidades a la modificación de sus posiciones, por lo que se produce una clara ventaja en la negociación final para estas últimas. Más bien, debería decirse, falta de negociación por la imposición del precio pactado como si fuera de mercado.

Como reitera la Resolución, las evidencias recogidas en los audios y la mecánica de determinación de los precios de los derivados han puesto de manifiesto que se han estado imponiendo condiciones perjudiciales para los clientes, a espaldas de los mismos, sin tener en cuenta los indicadores de mercado y en beneficio exclusivo de las entidades sancionadas. Y ello en un contexto de creación ante los clientes de una falsa apariencia de que los precios del derivado se establecían conforme a lo acordado contractualmente "en condiciones de mercado" o a "coste cero". Por tanto, tal comportamiento es contrario a la normativa de competencia, lo que principalmente viene determinado por llevarse a cabo mediante concertación entre los bancos, no solo en las operaciones con las entidades denunciadas, sino también en todas las demás con otras empresas.

Aunque se aceptase en términos dialécticos 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. Lo que realmente no se ha producido, sino que ha quedado acreditado que los bancos han pactado colusoriamente los precios de los instrumentos de cobertura que ofertaban a los clientes y que han utilizado ese acuerdo para ofertar el instrumento de cobertura del riesgo de tipos de interés a precios superiores a los que hubieran asegurado el cumplimiento de las condiciones pactadas, principalmente la de que se tratara de instrumentos de cobertura a coste cero para los clientes.

Por nuestra parte, consideramos que tal y como se expuso por las denunciadas en sus alegaciones, tanto al PCH, como a la PR, se llevaron a cabo tres concertaciones. La primera de ellas, al excluir de la oferta del derivado a los bancos ajenos al sindicato, como si se tratara de una operación totalmente vinculada al crédito sindicado y sujeto también a igual pacto en cuanto a entidades intervinientes. Esto no es cierto, como lo demuestra que no participó en la contratación de derivado el ICO y sí, en cambio, en el crédito. El restringir a que los bancos prestamistas faciliten el derivado sin posibilitar ofertas de terceros bancos, es per se una práctica restrictiva de la competencia. Lo más que podían haber exigido es que cualquier banco oferente tuviese la misma calificación de garantía que los prestamistas.

Otra concertación la llevan a cabo cuando exigen al cliente la contratación de un "collar" sin ofrecerle otras opciones más favorables, como hubiera sido la contratación de un "cap" para los intereses del cliente, según se analiza anteriormente.

Finalmente, y como más relevante, la concertación que la CNMC sanciona directamente, esto es, la elevación concertada del precio del derivado cuando habían pactado con el cliente que sería a precio de mercado, engañándole con la pantomima de cuando se conectan con la notaría para firmar estos contratos bilaterales ofrecerle como de mercado el que previamente habían pactado mucho más alto, dada la facilidad, que también reconocen, de engañar al cliente. Esta contratación de los bancos sancionados, supuso para el Grupo de empresas denunciadas, en torno a cien millones de coste extra por la concertación, por lo que la multa se nos alcanza demasiado baja, teniendo en cuenta que, además, entre 2006 y 2016, periodo sancionado, habían engañado por el mismo o parecido sistema a otras muchas empresas y el daño al mercado es muy considerable. Compárense estas sanciones con las impuestas en régimen de negociación por la Comisión Europea.

#### **F. Consideración de las infracciones de concertación de los bancos como infracción única y continuada.**

En la Resolución consta que los hechos acreditados ponen de manifiesto que el objetivo común perseguido por las entidades sancionadas era la determinación concertada de un precio de la cobertura superior al precio que hubiera derivado de su fijación en condiciones de mercado. Esta actuación de las entidades sancionadas consistía, por tanto, en una pluralidad de acciones complementarias que fueron cometidas por ellas mismas, mediante un comportamiento repetido y extendido durante al menos 2006 a 2016. Durante este periodo se fue infringiendo las normas de competencia, concretamente el art. 1 de la LDC y art. 101 del TFUE, dentro del marco de la contratación de la cobertura del riesgo de tipos de interés del préstamo para financiación de proyectos o *project finance*. Todo ello con el objetivo que el derivado, en lugar de formalizarse en condiciones de mercado, se logrará determinar un precio supra competitivo en beneficio único y exclusivo de las entidades prestamistas, que lo pactaron concertándose al efecto.

Por consiguiente, se produjo una conducta contraria a las normas de competencia, que no se logró llevar en condiciones de mercado, sino que se llevaba a cabo a espaldas del cliente y bajo la apariencia, que se ha demostrado que era ficticia, de una metodología empleada a la hora de determinar el correspondiente importe de la cobertura en las mejores condiciones de mercado de referencia ("fair value"). Por tanto, en la Resolución ha quedado acreditado que esta conducta contrataría a la competencia de las entidades sancionadas se mantuvo de forma continuada en el tiempo durante al menos diez años, desde el año 2006 hasta el año 2016.

La DC ha aclarado expresamente tanto en el PCH como en la PR que el alcance de las operaciones analizadas no solo se circunscriben a los contratos aportados por la denunciante, sino que el examen se ha realizado sobre otros contratos análogos que fueron firmados por las entidades sancionadas y con cualesquiera otras empresas. Por tanto se ha procedido a un amplio muestreo de las operaciones realizadas por las entidades sancionadas y durante un periodo prolongado. En este sentido, a lo largo de la instrucción del expediente no se han utilizado solamente las operaciones de las entidades sancionadas, sino que como bien indica la Resolución, la DC ha tenido acceso a la documentación aportada por 22 empresas, correspondiente a 43 operaciones de derivados asociados a créditos sindicados contratados entre 2006 y 2016 con las entidades sancionadas. Esto prueba y así lo refleja la Resolución que ha habido un muestreo más que suficiente y amplio como para concluir la realización de estas conductas de carácter repetitivo y continuado durante al menos el año 2006 al año 2016.

Para apoyar este comportamiento, son las propias entidades las que reconocen que la actuación investigada es, en general, para todos los contratos de derivados de cobertura y no han negado en ningún momento la existencia de una coordinación en la determinación de las condiciones económicas del derivado, sino que abiertamente las entidades bancarias sancionadas han admitido dicha práctica y han defendido su uso generalizado en el mercado. En este sentido, la discusión del número y de la duración de las infracciones deviene estéril en el momento en que las mismas entidades bancarias sancionadas han reconocido que este comportamiento es una práctica habitual, sin negar la existencia de coordinación, sino muy al contrario, han venido sosteniendo que se trata de una práctica generalizada en el mercado. Lo que ha hecho la Resolución es, sin duda, analizar el objetivo común perseguido por dichas entidades, como es la de partir del hecho de la ineludible concertación de un plan de actuación conjunta de todas las entidades.

Algún banco ha alegado que la DC solo ha examinado apenas veintitantas operaciones cuando habían participado en torno a cien. Fácilmente, cabe a esto rebatir que, habiéndose al menos establecido una prueba de presunciones por la DC, fácilmente podría dicho banco destruirla aportando el resto de los contratos. Si no lo hizo, resulta que solo puede deberse a que en tales supuestos existen las mismas prácticas concertativas.

Por todo ello, la Resolución procede a concluir que la participación de las entidades bancarias en esta conducta se ha venido produciendo sin interrupción durante al menos diez años con respecto a los contratos de derivados financieros de cobertura del riesgo de tipos de interés en préstamos sindicados suscritos entre las entidades y sus clientes, teniendo un claro conocimiento de dicho comportamiento por ser continuado en el tiempo y una práctica habitual.

La jurisprudencia tanto nacional como europea ha permitido corroborar que nos encontramos ante unas conductas que deben ser calificadas como infracción única y continuada, de conformidad con el actual artículo 29.6 de la LRJSP y artículo 4.6 del

Reglamento de procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora. Este mismo criterio ha sido corroborado por la jurisprudencia más reciente, como la Sentencia del TJUE de 24 de junio de 2015, asunto C-263/2013, y en la Sentencia del TJCE de 17 de mayo de 2013, asunto T-147/09. Igualmente, en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de marzo de 2018.

### **G. Sobre la cuantificación de las multas.**

La Resolución contiene una serie de razonamientos y explicaciones con relación a la cuantificación final de las sanciones a las entidades bancarias. Cabe indicar que la CNMC ha sido benevolente con las entidades bancarias sancionadas, puesto que ha graduado las sanciones de una forma muy favorable.

En primer lugar, la Resolución explica que la determinación de la sanción deberá adecuarse a los criterios expresados en la Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de enero de 2015. Así, se establece que los límites porcentuales previstos en el artículo 63.1 de la LDC deben concebirse como el nivel máximo de un arco sancionador en el que las sanciones, en función de la gravedad de las conductas, deben individualizarse. De esta forma estos límites *"constituyen, en cada caso, el techo de la sanción pecuniaria dentro de una escala que, comenzando en el valor mínimo, culmina en el correlativo porcentaje"*. *"Se trata de cifras porcentuales que marcan el máximo del rigor sancionador para la sanción correspondiente a la conducta infractora que, dentro de la respectiva categoría, tenga la mayor densidad antijurídica"*. A continuación hace referencia a la base sobre la que calcular el porcentaje de la multa, y remitiéndose a la misma sentencia se dice que en este caso concreto se podría llegar hasta el 10% por tratarse de una infracción muy grave, si bien, el artículo 63.1 de la LDC se refiere al *"volumen de negocios total de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa"*. Se aclara por tanto que la cifra de negocios que emplea como base del porcentaje debe ser del todo de aquel volumen.

Por consiguiente, a la hora de la determinación de la sanción, ésta debe concretarse en un arco que discurre del cero al 10% del volumen de negocios total de las empresas infractoras en el ejercicio anterior al de dictarse resolución. Y dentro de dicho arco sancionador la multa deberá determinarse conforme a los criterios de graduación establecidos en art. 64 de la Ley 15/2007, que son los relativos a las características del mercado afectado (art. 64.1. a) LDC); la cuota de mercado de las empresas responsables (art. 64.1. b) LDC); el mercado geográfico afectado (art. 64.1. c) LDC), la duración de la infracción (art. 64.1. d) LDC); el efecto de la infracción sobre los derechos y legítimos intereses de los consumidores y usuarios (art. 64.1. e) LDC) y la apreciación de la concurrencia de circunstancias atenuantes o agravantes (art. 64. 2 y 3 LDC). Pues bien, atendiendo a estos criterios de graduación, se realiza una valoración general de la infracción de cara a su sanción que se traduce en un tipo sancionador general del 4,5%.

Conforme al conjunto de los factores expuestos según la citada sentencia, esto es, gravedad de la infracción, características y dimensión del mercado afectado, ámbito geográfico de la conducta, participación de las infractoras en la conducta, se determina, dentro de la escala sancionadora que discurre hasta el 10% del volumen total de negocios, la valoración global de la densidad antijurídica de la conducta de las entidades bancarias infractoras, aplicándose a cada una de ellas un tipo sancionador distinto.

Apunta la Resolución que, aunque el tipo sancionador sea proporcionado a las características de la conducta colusoria y a la participación de una empresa en la infracción, si se aplicara al volumen de negocios total de empresas multiproducto,

podría resultar una sanción desproporcionada, puesto que estas entidades bancarias estarían dedicando menos del 0,1% de su volumen de negocios total a la actividad afectada por la infracción en el presente caso. Además, en la Resolución se menciona también la necesidad de estimar el beneficio ilícito que cada entidad bancaria infractora podría haber obtenido de su conducta bajo supuestos muy prudentes y aplicarle un factor incremental.

Conforme a estas valoraciones, la Resolución procede a la determinación individual de la sanción en función de la efectiva participación en la infracción de cada una de las entidades infractoras, y según los datos facilitados por las propias entidades bancarias, cuantificando el volumen de negocios en el mercado afectado durante las infracciones, de tal forma que, a cada una de las entidades infractoras, se le aplica una sanción distintas, siendo los importes de 23.900.000 €; 15.500.000 €; 19.800.000 € y 31.800.000 €. Concluimos por tanto diciendo que la Resolución Sancionadora ha sido especialmente benevolente con las entidades infractoras, graduando la sanción correspondiente de una forma muy favorable para ellas. Compárese éstas con las impuestas por la Comisión Europea en su Decisión de 4 de diciembre de 2013, pese a tratarse de un procedimiento negociado.

#### **H. Posibles responsabilidades de los directivos de los bancos conforme a lo dispuesto en el art.63.2 LDC.**

En el expediente, además de la responsabilidad que se imputa a los bancos incoados, existen evidencias claras (e-mails y grabaciones telefónicas) de la participación directa, como autores materiales, de determinados directivos que son los que, en definitiva, engañan al cliente y se concertan entre sí. Y ello es debido a un doble motivo; por un lado, satisfacer los intereses de la entidad a la que pertenecen, pero por otro, el obtener una mayor remuneración, ya que todos ellos perciben un "bonus", retribución variable, en especie, etc., por conseguir mejores márgenes en la comercialización de derivados financieros.

Por ello entendemos que son acreedores de las sanciones previstas en el apartado 2 del art. 62 de la LDC.

Estos directivos de tesorería, auténticos autores materiales de la concertación, en el caso de las empresas denunciadas, son varios que resulta posible identificar. No obstante, para la perfecta identificación de todos ellos, la parte denunciante solicitó, en fase de instrucción, la práctica de determinado medio de prueba, que reitera ante el Consejo. En la primera fase se rechaza sin ninguna justificación. La Sala resuelve al respecto en el apartado 5.3 de los Fundamentos de Derecho (pág. 110), motivando el no sancionar a éstos en base a que no aparecen perfectamente identificados, considerando además que no aparecen elementos que justifiquen instar a la DC a que proceda a la averiguación y, en su caso, a la incoación y práctica de actuaciones de instrucción que permitan determinar las posibles responsabilidades de éstos. Termina manifestando que la Sala no aprecia que existan elementos que permitan individualizar su responsabilidad. Como puede apreciarse se han salvado de la sanción por no atenderse en su momento la diligencia de práctica de prueba instada por los denunciados. En pocos supuestos existe un caso tan claro de responsabilidad de unos directivos como en este caso, ya que no participan como autores materiales de la infracción, sino que, además, perciben un "bonus" por su actuación ilegal.

## **I. La confidencialidad de documentos y escritos pedida por los bancos.**

Resulta llamativo que en el caso analizado, las empresas sancionadas, hayan solicitado la confidencialidad de determinada información presentada en la fase de resolución del procedimiento, y más sorprendente resulta que la Resolución haya declarado confidencial la información solicitada por las partes en aplicación del art. 42 de la LDC, incluidos incluso escritos de alegaciones. A excepción del volumen de negocio total de las empresas correspondiente al año 2017, se declara la confidencialidad de documentos e incluso de escritos.

Se aprecia por parte de la CNMC un empeño infundado en mantener la confidencialidad de mucha de la información aportada, y sobre todo de las conversaciones telefónicas, que figuran grabadas por imperativo de la legislación bancaria, que de levantarse tal confidencialidad, sería una prueba más que evidente de que la existencia de una clara concertación de las entidades bancarias y una conducta anticompetitiva llevada a cabo por las mismas sancionadas.

Es evidente que la confidencialidad mantenida de la documentación sobre todo en lo que respecta a las conversaciones previas y mantenidas entre los directivos de las entidades bancarias para acordar el tipo aplicable a los "collars" y no "en condiciones de mercado", como hicieron creer a las empresas del Grupo denunciante, pone de manifiesto claramente la gravedad de esta decisión y como las pruebas más que pertinentes y suficientes para demostrar la concertación se mantienen confidenciales.

No habiéndose respondido a las diversas peticiones de levantamiento de confidencialidad hechas por las denunciantes a lo largo de todo el expediente, tanto en la fase desarrollada ante la Dirección de Competencia, como posteriormente, ante la Sala del Consejo, finalmente, la Resolución, en su último inciso, resuelve sobre la petición de confidencialidad remitiéndose al apartado 5.4 de la misma.

En dicho apartado y sin descripción alguna de los documentos, señala la Resolución que, según el art. 42 LDC se declara la confidencialidad de la información solicitada por las partes, añadiéndose además otra de oficio, encontrándose entre aquellas los documentos en audio y correos electrónicos que prueban por si mismos la concertación de las entidades bancarias y que por tanto resulta de absoluta necesidad su pleno conocimiento para las denunciantes.

El hurtar el acceso a una de las partes del procedimiento a los repetidos documentos, infringe los principios, constitucionalmente protegidos, de defensa y de igualdad de armas en el proceso. Téngase presente que las denunciantes tienen interés legítimo en que la Resolución de la CNMC declare la comisión por parte de los bancos denunciados de infracción de cuanto prohíben el art. 1 LDC y 101 TFUE ya que además en base a la firmeza de la misma, podrán instar la nulidad de los pactos colusorios ante la jurisdicción civil, así como reclamar ante la misma la indemnización de los graves perjuicios que los bancos les han irrogado al incurrir en una práctica prohibida por el art. 1 LDC.

La legislación comunitaria europea y también la española (art. 42 LDC y art. 20 del Reglamento) posibilitan el que una parte de la documentación que pueda afectar a cualquiera de las partes, se mantenga confidencial a fin de preservar fundamentalmente sus secretos industriales o de marketing.

En art. 42 de la Ley 15/2007 LDC habilita para que, en el procedimiento, cualquiera de las partes pueda pedir que se mantengan secretos los documentos que consideren confidenciales, pudiendo la CNMC ordenar, de oficio, o a instancia de parte, el secreto de determinados documentos, añadiendo el art. 20 del Reglamento de

Defensa de la Competencia (Reglamento), que cualquiera que haga la petición de confidencialidad de determinados datos y documentos, deberá de hacerlo motivando su petición.

Esta situación excepcional, en el procedimiento en materia de competencia, tiene su razón principal, sobre todo, en la fase previa de instrucción reservada, a fin de facilitar que puedan presentarse documentos por la parte denunciante o por la parte denunciada cuyo conocimiento debe vetarse a terceros por contener planes estratégicos o datos reservados de la empresa. Pero tales documentos facilitan un mayor conocimiento del órgano instructor de los hechos que posibilita la instrucción del expediente sancionador y la definitiva Incoación del expediente después de haber obtenido otras pruebas. A partir de la Incoación se debe ser muy restrictivo a la hora de mantener documentos secretos a fin de no vulnerar los principios de defensa e igualdad de armas que se exigen en todo procedimiento.

No se podrán mantener secretos documentos en los que se sustenta la acusación de las prácticas prohibidas por la LDC, pues ello es contrario principalmente, al principio constitucional de defensa. Entendemos que de estar en el anterior supuesto, o se habrá de levantar la *confidencialidad*, o apartarlos del proceso, pero no mantenerlos confidenciales. En todo caso, en el presente expediente deberán mantenerse, levantando la confidencialidad, pues en los mismos se apoya tanto el PCH como la PR.

Tienen especial significación el contenido de las grabaciones en audios y correos electrónicos de las comunicaciones que mantienen los empleados de los bancos para llevar a cabo la concertación. *Máxima* si se tiene en cuenta que obtienen un bonus compensatorio del engaño por parte de los respectivos Bancos.

A estas conversaciones entre los empleados de los Bancos, que contienen las grabaciones, se refiere el Presidente de la CNMC, en su comparecencia ante el Congreso de los Diputados el pasado 14 de marzo de 2018 en los siguientes términos<sup>20</sup>: *"Pero no se hacen ustedes idea de las conversaciones. De la misma manera que les decía una cosa, les digo otra. Pero esas conversaciones están circunscritas y centradas en ese mini mercado dentro de todo el sistema financiero español. Esto me interesa resaltarlo especialmente. Disculpenme, sus señorías, si quizá me he extendido más de la cuenta. Lo que también es cierto es que era una práctica que duró diez años y esto junto con la naturaleza de las conversaciones es lo que ha hecho que las sanciones finalmente sean de este nivel que, en términos absolutos, son unas cifras —como su señoría ha recordado— a mi juicio apreciables"*.

El interés de los denunciantes ante esta lamentable actuación de las entidades bancarias se extiende a todos los consumidores que deben conocer la despótica e inconsiderada actuación de los Bancos, ante las empresas, a la hora de decidir con quién contratan. No podemos olvidarnos que las Resoluciones de la CNMC son públicas, principalmente por su función ejemplarizante.

Como decíamos antes, el mantenimiento del secreto de determinados documentos es excepcional y con tal carácter debe de tratarse.

No podrá extenderse ésta a los escritos de alegaciones de las partes como pretendieron y consiguieron de la CNMC las entidades incoadas, cuyas motivaciones también desconocemos a excepción de las argüidas por uno de los bancos en su escrito obrante a los folios 47300 a 47302 del expediente, en que no da motivos suficientes para la confidencialidad de su escrito de alegaciones, supuesto, por otro lado, no previsto por la LDC, que solo contempla esta excepcional situación respecto de

---

<sup>20</sup> Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados (comisiones) nº 459, pág. 46

documentos o de datos que puedan contener éstos. En ningún supuesto pueden violentarse bajo pretexto de confidencialidad los principios de igualdad de armas en el procedimiento y de defensa de todas y cada una de las partes que por diversos motivos tienen la condición de interesados en el procedimiento sancionador.

No existe justificación concreta y referida a cada documento con las exigencias que la LDC y su Reglamento establecen y la interpretación que de las mismas han señalado tanto la CNMC como los órganos jurisdiccionales.

Así la CNMC en su Resolución de 7 de febrero de 2014 (Europac) respecto de la motivación de la solicitud de confidencialidad dijo:

“...se requiere que el solicitante de la confidencialidad justifique que tales documentos se encuentran sujetos y afectos de materias protegidas por el secreto comercial o industrial”

La Sala de Competencia del Consejo de la CNMC en resoluciones relativas al derecho de acceso y a las declaraciones de confidencialidad completando la doctrina ya sentada por la CNC desde su resolución de 27 de octubre de 2008 señala, que el principio de confidencialidad no es un principio absoluto de las partes interesadas, pues vendría matizado en cada caso por la obligación que tienen la solicitante de confidencialidad de motivar tal petición y probar de que tales documentos *“vienen sujetos y afectos a materias protegidas por el secreto comercial o industrial, de ahí que la simple cita conceptual no es requisito suficiente para acceder a su petición”* (Resolución de 27 de octubre de 2008 “Trio Plus”)

Por su parte, la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso administrativo, Sec. 6ª, en Sentencia de fecha 2 de diciembre de 2011, señala:

“... para que una información pueda calificarse de secreto comercial, se tiene que tratar de una información cuya divulgación pueda causarle un perjuicio grave”

El Tribunal Supremo en su Auto de 5 de octubre de 2006, incide también en el elemento de perjuicio grave que la divulgación de auténticos secretos comerciales afecten decisoriamente a la subsistencia de la empresa en un entorno competitivo y en tal medida adquieren acomodo dentro de los derechos de propiedad cuya divulgación puede causarle un perjuicio grave.

El Tribunal de Justicia de la UE confirmó en su Sentencia de 27 de febrero de 2014 (Asunto C-365/12P) que la existencia de determinada información comercial sensible de las partes interesadas relativa a las estrategias comerciales de la empresas implicadas, a los importes de las ventas, a sus cuotas de mercado o a sus relaciones comerciales, de modo que el acceso a la misma en el marco del citado procedimiento podría perjudicar a la protección de los intereses comerciales de las empresas propietarias de dicha información.

Los documentos y datos que afectan de forma grave a secretos industriales y comerciales de las empresas sobre los que podría obtenerse confidencialidad, según el art. 20 del Reglamento LDC deberá motivarse.

En el caso que nos ocupa y, según todo lo antes señalado, en los escritos de uno de los bancos a la Sala, no se especifica que documentos deben seguir manteniéndose confidenciales, ni se motiva, ni se ha motivado anteriormente, ni existen motivos para la confidencialidad.

En particular, nos referimos a las grabaciones que le fueron requeridas a dicho banco por la CNMC en el requerimiento de fecha 23 de julio de 2015 (vid. folios 1.483 a

1.486 expte.). En el punto 10, apartado e) de dicho requerimiento, la CNMC solicitaba a la citada entidad:

*"Aporte las comunicaciones con los respectivos clientes y con los otros bancos intervinientes, tanto en formato electrónico como escrito o de audio, en los que se haga referencia a caps, floors, esquemas de swaps y collars, calendarios para swaps y collars, márgenes, diferenciales (mínimos y/o máximos), etc."*

Dando cumplimiento a dicho requerimiento, el banco aportó las grabaciones que constan en la tabla de registro de llamadas que obra en el folio 6962

Las grabaciones constituyen una prueba de cargo esencial que acredita la práctica prohibida y su sanción.

Basta una rápida lectura de la Resolución para advertir la importancia del contenido de las grabaciones. Tan es así, que en el Anexo II del Pliego de Concreción de Hechos se recogían las transcripciones realizadas por la Dirección de Competencia de dichos audios, y en los apartados (218) y siguientes del mismo (confidenciales para los denunciados), se resumía someramente su contenido.

Son numerosas las ocasiones en las que la Resolución menciona el contenido de las mismas. Extractamos tan sólo algunas de las ocasiones en las que la Resolución se refiere a las grabaciones y de las que se infiere que han constituido una prueba de cargo esencial.

Página 55 de la Resolución:

*"Los bancos han confirmado la existencia de una coordinación en los precios del floor ofrecidos al cliente y a los que finalmente se firmaron las operaciones. Asimismo, las incoadas han aportado audios, de los que los clientes no disponen, en los que se recogen las conversaciones entre todos ellos con carácter previo al cierre de cada una de las operaciones de cobertura.*

*Por lo que se refiere a la operación, los audios aportados por las partes reflejan las conversaciones (bilaterales y multilaterales) mantenidas entre los bancos incoados en las que éstos acordaron entre sí, con carácter previo al cierre y en ausencia del cliente, los puntos básicos aplicables a la operación, subiéndolos respecto a los pactados con el cliente. Asimismo, estas conversaciones reflejan que las entidades acordaron, con carácter previo al cierre mencionado, el tipo de interés que se fijaría como floor, proponiendo una de ellas directamente el porcentaje de 3,14, el cual fue aceptado sin más por el resto de entidades. En las conversaciones previas entre los bancos, éstos señalan que el recurso a "la volatilidad" sería útil para convencer al cliente del nivel del floor. Con posterioridad a estas conversaciones, se procedió al cierre de la operación, ya con presencia del GRUPO. En la misma, después de resumir las condiciones generales de la cobertura, se cerró el floor al nivel previamente acordado por las entidades"*

Página 56 de la Resolución:

*"Las conversaciones mantenidas entre las cuatro entidades incoadas con carácter previo al cierre de las operaciones son similares. En ellas se observa cómo las entidades acuerdan incrementar los puntos básicos aplicables y cómo las cuatro entidades pusieron en común sus cotizaciones, para acordar ofertar al cliente, para la operación de, [confidencial] y [confidencial] y para la operación de, [confidencial] y [confidencial]. Las partes acordaron mantener estas cotizaciones siempre que no hubiera movimientos importantes de mercado. En*

*el cierre de la operación, en un momento posterior, las cotizaciones acordadas se mantuvieron, y únicamente se ofertaron las acordadas por los bancos. Se transcriben a continuación fragmentos de los audios de los bancos, así como del cierre de las operaciones.....".*

Página 66:

*"En el expediente de referencia, la investigación de la Dirección de Competencia se ha basado en las respuestas a las solicitudes de información remitidas al ICO, así como a las entidades financieras y a terceros clientes de éstas. La información aportada por todos ellos, y muy especialmente los audios y correos electrónicos remitidos por las entidades bancarias, han servido para instruir el expediente, sin que haya sido necesario acudir a la realización de inspección domiciliaria alguna en las sedes de las entidades financieras."*

Página 73:

*"Al contrario de lo que alegan los bancos incoados, la prueba recabada no se limita a unas "desafortunadas conversaciones telefónicas que se recogen en el PCH en relación con dos "grabaciones de determinadas operaciones puntuales [...] "sacadas de contexto". Los hechos acreditados trascienden lo que algunas de las entidades investigadas consideran conversaciones entre "compañeros de profesión" que, fuera de contexto, "pueden dar lugar a malinterpretaciones".*

Por eso, el proceso de razonamiento técnico y jurídico que condujo a la decisión de proponer sancionar, como al final ocurrió, no puede ser analizado con el solo examen de la documentación no confidencial sino que requiere forzosamente, el análisis de las grabaciones protegidas.

No se pueden mantener confidenciales aquellos documentos en los que se sustenta la acusación de vulneración de las prácticas prohibidas por la LDC y debe permitirse a quienes son parte en el procedimiento judicial conocer las pruebas que figuran en el expediente, a fin de que puedan pronunciarse adecuadamente sobre las conclusiones a las que la Resolución ha llegado basándose en tales pruebas.

Después de las anteriores reflexiones y a pesar de los diversos argumentos que se esgrimen a lo largo del procedimiento y se examinan en la Resolución, queda meridianamente claro que los bancos, al menos a través de sus traders, se concertaron en el precio del derivado financiero, incluso discutiendo entre ellos lo que se puede aumentar dado el desconocimiento del cliente sobre la materia, a quien hacen pasar como precio de mercado el que previamente habían concertado. Todo lo demás son especulaciones, algunas muy bien fundamentadas y que solo responden al ejercicio del legítimo derecho de defensa.