

RESOLUCIÓN
(Expte. S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS)

SALA DE COMPETENCIA

Presidente

D. José María Marín Quemada

Consejeros

D^a. María Ortiz Aguilar

D. Josep Maria Guinart Solà

D^a. Clotilde de la Higuera González

D^a. María Pilar Canedo Arrillaga

Secretario del Consejo

D. Joaquim Hortalà i Vallvé

En Madrid, a 13 de febrero de 2018.

La Sala de Competencia del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), con la composición expresada, ha dictado la presente Resolución en el expediente **S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS**, incoado por la Dirección de Competencia contra CAIXABANK, S.A., BANCO SANTANDER, S.A., BANCO DE SABADELL, S.A. y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. por supuesta infracción del artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC) así como del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), consistente en acuerdos o prácticas concertadas entre las citadas empresas para la fijación de precios e intercambio de información comercial sensible en relación con la contratación de derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo de préstamos sindicados.

I. ANTECEDENTES	4
II. LAS PARTES	14
III. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO	14
1. Mercado afectado	14
1.1 <i>Project finance</i> y créditos sindicados	14
1.2 Derivados financieros: cobertura frente al riesgo de tipos de interés	17
1.3 Coste o valoración de los derivados financieros	23
1.4 Garantías de los préstamos sindicados en project finance	26
2. Marco normativo	27
IV. HECHOS ACREDITADOS	29
1. Explicaciones de las entidades incoadas sobre la contratación de derivados	29
2. La regulación de los derivados financieros en los documentos formalizados por las entidades incoadas.	45
3. Análisis de las operaciones de derivados financieros celebrados por las entidades incoadas	49
4. El laudo arbitral en el procedimiento entre CAIXABANK y GRUPO VAPAT	64
V. FUNDAMENTOS DE DERECHO	64
PRIMERO. COMPETENCIA PARA RESOLVER	64
SEGUNDO. OBJETO DE LA RESOLUCIÓN Y NORMATIVA APLICABLE...	65
TERCERO. PROPUESTA DE RESOLUCIÓN DEL ÓRGANO INSTRUCTOR	66
CUARTO. VALORACIÓN DE LA SALA DE COMPETENCIA	67
4.1 Delimitación de la conducta constitutiva de infracción. Antijuridicidad	67

4.2	Definición de mercado relevante y dimensión geográfica de la conducta.....	84
4.3	Carácter único y continuado de la conducta y duración de la misma.....	86
4.4	Efectos de la conducta en el mercado	88
4.5	Responsabilidad de las entidades incoadas	97
QUINTO. OTRAS ALEGACIONES Y CUESTIONES PLANTEADAS EN LA FASE DE CONSEJO		100
5.1	Alegaciones relativas a la vulneración de los derechos de defensa de las partes.	100
5.2	Circunstancias atenuantes de la responsabilidad	106
5.3	Sobre la posible responsabilidad de directivos, ex artículo 63.2 de la LDC.....	108
5.4	Solicitud de confidencialidad.....	109
SEXTO. DETERMINACIÓN DE LA SANCIÓN.....		110
6.1	Criterios expuestos por el Tribunal Supremo	110
6.2	Criterios para la determinación de la sanción: valoración general de la conducta.....	111
6.3	Criterios para la valoración individual de la conducta	113
6.4	Tipo sancionador y adecuación de la sanción	113
VI.	RESUELVE	115

I. ANTECEDENTES

1. Con fecha 19 de junio de 2015, a la luz de la documentación puesta en conocimiento de la Dirección de Competencia (DC) por la empresa INVERSIONES EMPRESARIALES VAPAT, S.L.U. (matriz del Grupo VAPAT), relativa a la actuación de cuatro entidades bancarias en relación con los contratos de derivados financieros de cobertura del riesgo de tipos de interés en préstamos sindicados (folios 13 a 1474), la DC acordó el **inicio de una información reservada**, de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 49 de la LDC (folio 12). Entre la información remitida por Grupo VAPAT constaban:
 - Los contratos de cobertura celebrados entre las empresas de dicho Grupo y cuatro bancos: CAIXABANK, S.A. (en adelante, CAIXABANK), BANCO SANTANDER, S.A. (SANTANDER), BANCO DE SABADELL, S.A. (SABADELL) y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (BBVA).
 - Documentación relativa al informe encargado por dicho Grupo VAPAT a un perito financiero independiente sobre este tipo de contratos de derivados financieros.
 - Correos electrónicos intercambiados con los citados bancos en los que diversas empresas del Grupo VAPAT solicitaban datos concretos de determinadas operaciones de cobertura o las valoraciones periódicas de sus carteras, que les fueron denegados; los nombres de posibles *traders* implicados en las operaciones; y los contratos de cobertura con derivados celebrados en un período de tiempo concreto en el que, según el denunciante, los precios de los contratos no habrían sido manipulados.
2. Con fecha 23 de julio de 2015, tuvo entrada en la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), escrito de Grupo VAPAT y de sus empresas filiales Bajoz Eólica S.L. (BAJOZ), Hornija Eólica S.L. (HORNIIJA), CyL Energía Eólica S.L. U. (CYL) y Esquilvent S.L. (ESQUILVENT), de **denuncia** a BBVA, a CAIXABANK, a SANTANDER y a SABADELL por conductas prohibidas por la LDC, consistentes en el falseamiento, de forma concertada, de los precios de los contratos de derivados financieros que se usan como cobertura del riesgo del tipo de interés de los créditos sindicados para la financiación de proyectos de gran envergadura en el sector de energías renovables. Junto con su denuncia, Grupo VAPAT aportó documentación relativa a las operaciones correspondientes a sus cuatro filiales (en adelante, operaciones de la denunciante).
3. Con carácter previo, en el mes de abril de 2014, de acuerdo con la información aportada por CAIXABANK, SABADELL y BBVA, el Grupo VAPAT había denunciado por vía penal, en relación al contrato de la operación de CYL, a dos empleados del SABADELL y a los máximos responsables de los departamentos de Tesorería y Mercado de Capitales

de esta entidad, de CAIXABANK y de BBVA, por prácticas fraudulentas en la contratación de estos productos derivados. La defensa de los empleados del SABADELL pidió el sobreseimiento y archivo de las actuaciones y, el 20 de mayo de 2015, se dictó un auto de sobreseimiento provisional y archivo de éstas, que fue objeto de un recurso de reforma y subsidiario de apelación por CYL. Por auto de 18 de agosto de 2015 se desestimó el recurso de reforma y se admitió a trámite el recurso de apelación. De acuerdo con escrito de VAPAT de 22 de diciembre de 2016, el 13 de noviembre de 2015, la Audiencia Provincial de Madrid desestimó dicho recurso. Contra el auto desestimatorio Grupo VAPAT interpuso incidente de nulidad de actuaciones, que fue inadmitido (folios 3205 a 3206, 3220 a 3224, 3867 a 3868, 5695 a 5767, 5673 a 5674 y 41767 a 41769).

4. A la vista de lo anterior, SABADELL (folios 3868 a 3869) y BBVA (folio 21968) solicitaron sobre la base del artículo 46 de la LDC la suspensión del presente procedimiento por prejudicialidad penal.
5. Asimismo, las empresas de Grupo VAPAT han mantenido diferentes procedimientos arbitrales con CAIXABANK sobre la validez de los contratos de cobertura (folio 3206). La CNMC tiene conocimiento de la existencia de un laudo arbitral adoptado el 11 de noviembre de 2016 (**folios confidenciales 40202 a 40366**).
6. Con fecha 28 de julio de 2015, la DC solicitó información a CAIXABANK, SANTANDER, SABADELL y BBVA (folios 1475-1490) requiriendo:
 - Listado de los contratos de derivados suscritos entre los años 2006 a 2012 y utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés en operaciones de préstamos sindicados, señalando determinados datos sobre los mismos.
 - Copia de los contratos de derivados suscritos con las empresas filiales del Grupo VAPAT.
 - Copia certificada de la boleta de entrada de las operaciones de derivados de los citados contratos.
 - Explicación del proceso de contratación de las operaciones de derivados de referencia.
 - Indicación de los departamentos responsables de este tipo de operaciones.
 - Copia del Manual de Procedimiento de Derivados, y de la normativa interna que regule la operativa de estos productos financieros.
 - Diversas explicaciones sobre definiciones relativas a las operaciones de derivados.
 - Información pormenorizada sobre determinadas operaciones, incluyendo copia de las comunicaciones con los respectivos clientes y con los otros bancos intervinientes (ya fuera en formato electrónico, escrito o audio).

7. Tras solicitudes de ampliación de plazo de CAIXABANK (folios 3155 a 3157) y SABADELL (3175 y 3176) y concesión por parte de la DC de 5 días más, de conformidad con lo previsto en el artículo 49 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (folios 3173 a 3174 y 3197 a 3198, respectivamente), el 16 de septiembre de 2015, tuvo entrada en la CNMC la **contestación de CAIXABANK** y el 23 de septiembre, la **contestación incompleta de SABADELL**, que la entidad completó mediante escrito con fecha de entrada en CNMC de 21 de junio de 2016 (folios confidenciales 21995 a 23337 y folios 23338 a 23359).
8. Con fecha 23 y 24 de septiembre de 2015, tuvieron entrada en la CNMC escritos de BBVA y SANTANDER respectivamente, comunicando que, debido a problemas de coordinación internos de las entidades, el requerimiento de información no se había remitido a las personas responsables, solicitando el primero un nuevo envío del requerimiento y un nuevo plazo para contestar y comunicando el segundo que la respuesta sería remitida en el plazo más breve posible (folio 4887). El mismo 23 de septiembre, la DC procedió a la remisión del escrito al BBVA concediendo un nuevo plazo de 10 días para su contestación (folios 4882 a 4884). Finalmente, con fecha 6 y 8 de octubre de 2015, tuvieron entrada en la CNMC las **contestaciones** al requerimiento de información efectuado el día 28 de julio, de **SANTANDER** (folios 4919 a 5154, 5432 a 5478 y folios confidenciales 4888 a 4918, 5155 a 5431, 5479 a 5648), y **BBVA** (folios 5695 a 5781, 5783 a 6083, 6088 a 6153, 6396 a 6503, 6962 a 6975, y folios confidenciales 5673 a 5694, 5782, 6084 a 6087, 6154 a 6395, 6504 a 6961) respectivamente. La DC pidió a las empresas versión censurada que éstas remitieron los días 22 de abril de 2016, el SANTANDER (folios 7949 a 7986), y el 17 de junio de 2016, el BBVA (folios 21964 a 21994).
9. Con fecha 17 de diciembre de 2015, la DC solicitó a Grupo VAPAT que aportase los *Term Sheet* asociados a las operaciones de sus filiales BAJEZ y HORNIJA de 26 de marzo de 2010, ESQUILVENT de 14 de julio de 2010, y CYL de 8 de agosto de 2011 (folios 7238 a 7241), siendo aportada dicha información el 5 de enero de 2016 (folios 7244 a 7334).
10. Con fecha 17 de diciembre de 2015, la DC solicitó **información al Banco de España** sobre los créditos sindicados concedidos en España entre 2007 y 2015 (folios 7241-7242). La respuesta tuvo entrada en el registro de la CNMC el día 11 de enero de 2016 (folios 7335-7337).
11. Con fecha 13 de enero de 2016, la DC requirió al **Instituto de Crédito Oficial (ICO) información** sobre el funcionamiento de las negociaciones de créditos sindicados y de los instrumentos de cobertura asociados a ellos, dada la participación de este organismo en algunas de las operaciones de financiación aportadas con la denuncia (folios 7338-7341). La respuesta tuvo entrada en la CNMC el día 3 de febrero de 2016 (folios 7343-7352).
12. Con fecha 5 de abril de 2016, la DC acordó la **incoación de expediente sancionador** contra CAIXABANK, SANTANDER, SABADELL y BBVA, por

una presunta infracción del artículo 1 de la LDC y del 101 del TFUE, consistente en acuerdos o prácticas concertadas entre las citadas empresas para la fijación de precios e intercambio de información comercial sensible en relación con la contratación de derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo de préstamos sindicados (folios 1-2).

13. Durante la fase de instrucción, la DC realizó los siguientes **requerimientos de información** a una serie de **empresas**:

- El 20 de abril de 2016, a once empresas (PARC EOLIC MUDEFER, S.L., AFRICANA ENERGIA, S.L., ROCA SANITARIO S.A., ECOPARC DEL BESOS, S.A., RENOVALIA ENERGY, S.A., PALEX MEDICAL, S.A., MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A., IBEREOLICA, S.L., DIPUTACION FORAL DE ALAVA, PARQUE EOLICO COVA DA SERPE, S.L. y AUTOESTRADA OURENSE CELANOVA SOCIEDADE CONCESIONARIA DA XUNTA DE GALICIA, S.A.) solicitando copia de los contratos firmados entre cada empresa y las entidades incoadas, así como información relacionada con esos contratos (folios 7882-7946). Entre el 26 de abril y el 10 de junio de 2016 tuvieron entrada en la CNMC las contestaciones de RENOVALIA ENERGY, S.A. (folios 8109 a 8110 y folios confidenciales 8111 a 14476), PARC EOLIC MUDEFER, S.L. (folios 14501 a 14503 y folios confidenciales 14504 a 15227), AUTOESTRADA OURENSE CELANOVA SOCIEDADE CONCESIONARIA DA XUNTA DE GALICIA, S.A. (folios confidenciales 15280-15860), PALEX MEDICAL, S.A. (folios confidenciales 15861-16319), MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A. (folios confidenciales 16320-16590), ECOPARC DEL BESOS, S.A. (folios confidenciales 16598-16909), PARQUE EOLICO COVA DA SERPE, S.L. (folios 16936-17337), DIPUTACION FORAL DE ALAVA (folios confidenciales 17350-17595), ROCA SANITARIO S.A. (folios confidenciales 17646-18673), IBEREOLICA, S.L. (folios 18698 a 18700 y folios confidenciales 18701 a 19221), y AFRICANA ENERGIA, S.L. (folios confidenciales 19467-21915).

- El 28 de octubre de 2016, a 6 empresas (TERMOSOLAR BORGES, S.L., BARNA STEEL, S.A., CLINICAS DEL SUR, S.L., REYAL URBIS, S.A., TELEFÓNICA, S.A., y PROMOCIONES SANITARIAS 2007, S.L.) y el 4 de noviembre a IBERDROLA FINANCIACION, S.A., solicitando documentación sobre determinadas operaciones firmadas con las entidades incoadas (folios 24622 a 24649 y 24672 a 24674). Entre el 8 y el 22 de noviembre tuvieron entrada las contestaciones de REYAL URBIS, S.A. (folios 24683 a 24685 y folios confidenciales 24686 a 25182), TERMOSOLAR BORGES, S.L. (folios confidenciales 25211 a 26398), CLINICAS DEL SUR, S.L. (folios confidenciales 26432 a 27532), TELEFÓNICA, S.A. (folios confidenciales 27656 a 28013), IBERDROLA FINANCIACIÓN, S.A. (folios 34457 a 34460 y confidenciales 34457 a 34634) y PROMOCIONES SANITARIAS 2007, S.L. manifestando que toda la información solicitada había sido remitida por Clínicas del Sur, S.L.U. por

ser ésta la administradora única de Promociones Sanitarias, S.L.U. (folios confidenciales 37478 a 37485).

14. Asimismo, la DC realizó los siguientes **requerimientos de información** a las entidades **incoadas**:

- El 23 de septiembre de 2016, solicitando un listado de las operaciones de derivados asociados a préstamos sindicados realizadas por cada entidad y, al menos, otras dos de las entidades incoadas, para el periodo comprendido entre 2012 y 2016 (folios 23399-23407). Entre el 29 de septiembre y el 5 de octubre de 2016, CAIXABANK, SANTANDER, SABADELL y BBVA solicitaron ampliación de plazo para contestar la solicitud de información de 23 de septiembre de 2016 (folios 23409 a 23410; 23426; 23427 a 23428; y 23434 a 23436), concediendo la DC a cada entidad la ampliación de plazo solicitada (folios 23421 a 23425; 23429 a 23433; 23437 a 23441 y 23442 a 23446). El 6 de octubre de 2016 tuvo entrada en la CNMC escrito de SABADELL aportando como información complementaria al expediente una copia de los contratos de garantías suscritos en las operaciones de financiación estructurada firmadas por las filiales del Grupo VAPAT y los bancos incoados (folios 23447 a 23448 y confidenciales 23449 a 24494). Por otro lado, entre el 11 y el 14 de octubre tuvieron entrada en el registro de la CNMC los diferentes **escritos de contestación incompletos** a la solicitud de información, de SABADELL (folios 24495 a 24497 y folio confidencial 24498); de SANTANDER (folios 24500 a 24501); de CAIXABANK (folios 24502-24505) que aportó versión censurada el 4 de noviembre de 2016 (folios 24672 a 24669); y de BBVA (folios 24506 a 24512 y confidenciales 24513 a 24521). La DC solicitó, el 17 de octubre de 2016, a SANTANDER y a CAIXABANK que aclarasen y completasen las respuestas a la solicitud de información (folios 24522 a 24527 y 24528 a 24533, respectivamente) y el 24 de octubre de 2016, tras una solicitud de ampliación de plazo por parte de SANTANDER (folios 24535 y 24536), tuvo entrada en la CNMC escrito de SANTANDER aclarando y completando de manera parcial su escrito de respuesta de 11 de octubre de 2016, (folios 24537 a 24538; 24542 a 24543 y folios confidenciales 24539 a 24541), que completó mediante nuevo escrito el 28 de octubre de 2016 (folios 24650 a 24653, 24656 a 24663 y folios confidenciales 24654 a 24655). Por su parte, el 24 de octubre de 2016, tuvo entrada en la CNMC escrito de CAIXABANK aclarando y completando parcialmente su escrito de respuesta (folios confidenciales 24544 a 24549), completado mediante escrito de 25 de noviembre de 2016, (folios 39643 a 39645, 39647 a 39678 y folio confidencial 39646). El 23 de diciembre de 2016, tuvo entrada en el registro de la CNMC escrito de SABADELL (folios 41748 a 41753) en respuesta al requerimiento de información de la DC de 16 de diciembre relacionado con la información aportada por esta entidad el 24 de octubre de 2016 (folios 24555-24604).

- El 28 de octubre de 2016, requiriendo información relativa a determinadas operaciones de derivados financieros asociados a préstamos sindicados y documentación y comunicaciones (en forma de audio o correo electrónico)

sobre dichas operaciones [CAIXABANK (folios 24613-24615), SABADELL (folios 24617-24619), SANTANDER (folios 24606-24607), y BBVA (folios 24609-24611)]. CAIXABANK presentó el 7 de noviembre escrito con ciertas aclaraciones sobre las operaciones que se le requerían (folios 24675 y confidenciales 24676 a 24677) y, tomando como base este escrito, la DC le solicitó información el 10 de noviembre (folios 25200 a 25203). Posteriormente, el 11 de noviembre de 2016 tuvieron entrada en la CNMC escritos de SABADELL (folios 26413 y 26414) y de BBVA (folios 25208 a 25210) solicitando ampliación de plazo, que fue denegada por la DC, notificándolo el 14 de noviembre, por tratarse de documentación contractual en poder de las entidades. Entre el 15 y el 24 de noviembre tuvieron entrada en la CNMC las respuestas de las incoadas. El 15 de noviembre de 2016 el escrito de contestación del SABADELL (folios confidenciales 28032 a 29324), sobre el que posteriormente, el 25 de noviembre de 2016, solicito confidencialidad aportando versiones censuradas (folios confidenciales 39649 a 39669 y folios confidenciales 39670 a 40196). El 24 de noviembre de 2016, la DC requirió a SABADELL que aportara los audios solicitados, así como las versiones censuradas de la documentación aportada en su escrito de respuesta de fecha 15 de noviembre de 2016 (folios 39635 a 39642) y el 1 de diciembre de 2016, SABADELL presentó escrito subsanando su respuesta de fecha 15 de noviembre de 2016 (folios confidenciales 40907 a 41628). El 17 de noviembre de 2016, tuvo entrada en la CNMC escrito de contestación de BBVA (folios confidenciales 29335 a 34434) que, tras solicitud de subsanación de la DC el 24 de noviembre (folios 39629 a 39634) fue completado el 3 de diciembre de 2016 (folios confidenciales 41632 a 41638) y finalmente el 22 de diciembre, con aportación de los audios solicitados (folios 41741 a 41747). El día 21 de noviembre 2016, tuvo entrada en la CNMC la respuesta de SANTANDER (folios 34659 a 34673 y folios confidenciales 34674 a 37464) que, por error fue notificado el 10 de noviembre de 2016, y, finalmente el día 24 de noviembre, se recibió el escrito de CAIXABANK (folios 37523 a 37524 y folios confidenciales 37525 a 39625).

15. Igualmente, la DC realizó dos **requerimientos de información al Grupo VAPAT**, el 30 de septiembre (folios 23413-23414) y el 16 de noviembre de 2016 (folios 29325 a 29328), solicitando información sobre el estado del procedimiento de arbitraje mantenido con CAIXABANK y la aportación en su caso del laudo arbitral. El Grupo VAPAT contestó respectivamente el 30 de septiembre (folios confidenciales 23416 a 23419) y el 30 de noviembre de 2016 aportando la documentación solicitada (folios confidenciales 40199 a 40522).
16. El 30 de mayo de 2016, tuvo entrada en la CNMC escrito de interposición de recurso de BBVA ante la CNMC contra el acuerdo denegatorio de confidencialidad de la DC de 11 de mayo (folio 18682). Con fecha 21 de junio de 2016, la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC resolvió el archivo del recurso (R/AJ7140/16 BBVA), a la vista del acuerdo de la Dirección de Competencia de 6 de junio de 2016 por el que declaraba

cauteladamente confidenciales los datos y documentos cuya confidencialidad era objeto de controversia.

17. Con fechas 24 de octubre de 2016 y 27 de diciembre de 2016, tuvieron entrada en la CNMC **escritos de alegaciones de SABADELL al acuerdo de incoación** (respectivamente, folios 24555 a 24604 y folios 41771 a 42019). Asimismo, con fechas 1 y 13 de diciembre de 2016, tuvieron entrada en la CNMC sendos escritos de alegaciones al acuerdo de incoación de **CAIXABANK** (folios 40524 a 40561 y folios confidenciales 40562 a 40906), y **SANTANDER** (folios 41639 a 41668 y 41692 a 41696 y folios confidenciales 41669 a 41691).
18. El **Pliego de Concreción de Hechos (PCH)**, de acuerdo con lo previsto en el artículo 33.1 del Reglamento de Defensa de la Competencia, aprobado por Real Decreto 261/08, de 22 de febrero (RDC), fue notificado por la DC el **13 de enero de 2017** a CAIXABANK, SABADELL y SANTANDER a través de la sede electrónica de la CNMC (folios 42649 a 42768, 42879 a 42996, 43104 a 43214, respectivamente), siendo puesto a disposición del BBVA en esa misma fecha a través de la sede electrónica de la CNMC (folios 42424 a 42425) si bien, por problemas técnicos aducidos por dicha entidad, se le notificó en mano el 17 de enero de 2017 (folio 43217), fecha en la que, por otro lado, VAPAT acusó recibo de la notificación administrativa del PCH (folios 42247 a 42313).
19. Tras la notificación del PCH, la DC tuvo conocimiento de que, en la edición impresa y digital de 25 de enero de 2017 de un periódico nacional, se había publicado una noticia en la que informaba de la notificación del PCH a los bancos incoados, haciendo referencia a su contenido, así como a detalles de la instrucción. La DC, con fecha del mismo 25 de enero de 2017, envió una comunicación a todas las partes del expediente informándoles de este hecho y recordándoles que el mismo suponía un incumplimiento del deber de secreto previsto en el artículo 43 de la LDC (folios 43257 a 43280).
20. El 8 de febrero de 2017, tuvo entrada en el registro de la CNMC escrito de las cuatro entidades financieras proponiendo la **Terminación Convencional del procedimiento** y presentando, asimismo, propuesta de compromisos de conformidad con lo dispuesto en los artículos 52 de la LDC y 39 del RDC (folios 43286 a 43300). En relación con esta propuesta, a la vista de todo lo actuado en el expediente y de la información obrante en el mismo, la DC acordó **no iniciar las actuaciones tendentes a la terminación convencional** por considerar que concurrían los supuestos sustantivos que permiten, con carácter general y según lo establecido en el párrafo 23 de la Comunicación de la extinta Comisión Nacional de la Competencia, no acordar el inicio de la terminación convencional. El acuerdo de denegación de la terminación convencional fue notificado a BBVA, CAIXABANK y SANTANDER con fecha 3 de marzo de 2017 a través de la sede electrónica (folios 44525 a 44539), por fax a SABADELL (folios 44540 a 44544) y por correo administrativo a VAPAT (folios 44545 a 44547).

21. Con fecha 8 de febrero de 2017, tienen entrada en la CNMC los escritos de **alegaciones al PCH** de CAIXABANK (folios 43304 a 43372), SANTANDER (folios 43452 a 43467) y SABADELL (folios 43487 a 43538). El 11 de febrero de 2017 tuvieron entrada las alegaciones de BBVA (folios 44180 a 44260) y el 15 de febrero de 2017 –por tanto con carácter extemporáneo– las de VAPAT (folios 44335 a 44348). En aplicación del artículo 50.3 de la LDC, CAIXABANK y SANTANDER interesaron la **práctica de la prueba documental** consistente en que se incorporara al expediente Informe económico de una consultora (folios 44434 y 44553). Éste fue aportado por SABADELL con fecha 2 de marzo de 2017 y por SANTANDER con fecha 14 de marzo de 2017, siendo incorporado al expediente (folios 44500 a 44522 y folios 44554 a 44575). Igualmente, BBVA interesó la práctica de la prueba documental consistente en que se incorporara al expediente el informe económico de una consultora y el “*Proyecto de Orden ECC/.../2015, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros del Ministerio de Economía y Competitividad*” aportados junto con su escrito de alegaciones de fecha 11 de febrero de 2017 (folio 44228). Ambos documentos fueron incorporados al expediente (folios 44231 a 44242 y 44243 a 44260, respectivamente).
22. Con fecha 30 de marzo de 2017, la DC en virtud de lo previsto en el artículo 33.1 del RDC, acordó **cerrar de la fase de instrucción** del expediente de referencia, lo que fue notificado a los interesados. El 31 de marzo de 2017 se notificó a los interesados la **Propuesta de Resolución** prevista en el artículo 50.4 de la LDC (folios 44606 a 44775).
23. Con fecha 20 de abril de 2017, tuvieron entrada los escritos de **alegaciones a la Propuesta de Resolución** presentados por SANTANDER, SABADELL y CAIXABANK (folios confidenciales 46405-46448, 46464-46590 y 46612-46866), y el 24 de abril el escrito de BBVA (folios confidenciales 46883-47031), solicitando la **práctica de pruebas y actuaciones complementarias** ante el Consejo (folios confidenciales 46438, 46508-46511, 46665-46666 y 47011-47013), así como la celebración de **vista** (folios confidenciales 46407 y 46439, 46506, 46665-46666 y 47014-47020). En las mismas fechas, las entidades enviaron sus contestaciones al requerimiento sobre el volumen de negocios a los efectos del artículo 63 de la LDC (folios confidenciales 46452-46460, 46594-46608, 46870-46879, 47035-47045), completando SABADELL, el 25 de abril de 2017, la información aportada previamente sobre el volumen de negocios (folios confidenciales 47049 a 47057). Por otro lado, con fecha 26 de abril de 2017, tuvo entrada en la CNMC el escrito de alegaciones de VAPAT (folios confidenciales 47060-47097) solicitando la práctica de pruebas y actuaciones complementarias ante el Consejo (folios confidenciales 47097).
24. Con fecha 26 de abril de 2017, al amparo de lo dispuesto en el artículo 50.5 de la LDC y en el 34.2 del RDC, la DC elevó al Consejo de la CNMC su **Informe y Propuesta de Resolución** y se remitió el expediente al mismo para su resolución (folios confidenciales 47099 a 47265).

25. El 11 de mayo de 2017, tuvo entrada en la CNMC escrito de CAIXABANK informando de noticia publicada en edición impresa y digital de 25 de enero de 2017 de un periódico nacional en relación con la notificación del PCH y solicitando actuaciones del Consejo de la CNMC al respecto al amparo del artículo 43 de la LDC. La Secretaría del Consejo de la CNMC, el 9 de junio de 2017, envió escrito a los interesados recordando el deber de secreto, reservándose el ejercicio de las acciones judiciales o administrativas que correspondan.
26. Con fecha 20 de junio de 2017, se acordó por la Sala de Competencia de la CNMC, de conformidad con el artículo 37.2 c) de la LDC, la **remisión a la Comisión Europea del Informe Propuesta**, la cual tuvo lugar el mismo 20 de junio de 2017, lo que supuso la suspensión con tal fecha del plazo máximo para resolver el expediente, siendo notificada a las interesadas (folios 47395-47405). Superado el plazo previsto en el acuerdo de 20 de junio, la suspensión acordada se levantó con fecha 21 de julio de 2017, siendo comunicado a las partes y continuando el cómputo del plazo para dictar resolución (folios 47753-47764).
27. Han solicitado acceso al expediente tras su elevación al Consejo y tomado vista del mismo CAIXABANK (19 de mayo de 2017), BBVA (19 de mayo de 2017), SABADELL (1 de junio de 2017) y VAPAT (21 de julio de 2017).
28. El día 28 de junio de 2017, tuvo entrada en la CNMC escrito de alegaciones complementarias de SABADELL (folios 47422-47425). Y el día 3 de agosto de 2017, tuvo entrada en la CNMC escrito de alegaciones complementarias de VAPAT (folios 47772-47776).
29. Con fecha 21 de septiembre de 2015, la Sala de Competencia adoptó **acuerdo de práctica de prueba y actuaciones complementarias**, que fue notificado a las partes interesadas, así como la suspensión del plazo máximo para resolver durante el plazo necesario para la recepción de los informes solicitados y la incorporación de los resultados de los mismos al expediente, y el subsiguiente plazo de diez días para formulación de alegaciones por los interesados (folios 47786- 47813).
30. BANCO SABADELL (folios 47834-47841) y VAPAT (folios 47858-47866), con fecha 29 de septiembre de 2017 y CAIXABANK, con fecha 3 de octubre, formularon alegaciones al Acuerdo de actuaciones complementarias. Asimismo, CAIXABANK tuvo acceso al expediente en fecha 27 de septiembre de 2017.
31. Con fecha 5 de diciembre de 2017, tuvo entrada en la CNMC Informe del Banco de España, a resultas del acuerdo de práctica de prueba adoptado por la Sala de Competencia el 21 de septiembre de 2015 (folios 47892-47903).
32. Con fecha 11 de diciembre de 2017, una vez incorporado al expediente el **Informe del Banco de España**, se notificó a los interesados acuerdo de 7 de diciembre para valoración de prueba y la formulación de las alegaciones

que consideraran oportunas, en su caso, sobre el resultado de la prueba practicada (folios 47906- 47916)

Tras el acceso al expediente por parte de todos los interesados y solicitud de ampliación de plazo del BANCO SABADELL de fecha 21 de diciembre de 2017 que fue concedida, todos los interesados presentaron alegaciones; con fecha 22 de diciembre de 2017 el BBVA (folios 47994-48006) y BANCO SANTANDER (folios 48010-48016), con fecha 28 de diciembre BANCO SABADELL (folios 48020-48031) y VAPAT (folios 48048-48049) y, con fecha 29 de diciembre, CAIXABANK (folios 48074-48080).

33. Con fecha 29 de diciembre de 2017, se notificó a todos los interesados el levantamiento de la suspensión del plazo máximo para resolver el expediente, con efectos desde ese mismo día, una vez transcurrido el plazo derivado del Acuerdo de práctica de prueba y actuaciones complementarias adoptado por la Sala el 21 de septiembre de 2017 (folios 48084-48095).
34. Con fecha 10 de enero de 2018 BANCO DE SABADELL remitió a la CNMC Sentencia dictada el 26 de diciembre de 2017 por la que el Juzgado de 1ª Instancia Nº99 de Madrid que desestima una demanda interpuesta contra dicha entidad en relación a la nulidad de un contrato de cobertura de tipos de interés denominado “collar coste cero” (folios 48107-48116). Junto a la citada sentencia BANCO DE SABADELL presentó escrito de alegaciones en relación a la misma (folios 48101-48106).
35. Con fecha 10 de enero de 2018 la Sala de Competencia adoptó un acuerdo por el que se requirió a las empresas incoadas que aportaran el volumen de negocios total en el año 2017, antes de la aplicación del IVA o impuestos relacionados (folios 48133-48135).

Con el citado acuerdo se suspendió el plazo del procedimiento, levantándose posteriormente la suspensión mediante acuerdo de fecha 23 de enero de 2018, con efectos el mismo día (folio 10515).

Con fecha 23 de enero de 2018 se recibió contestación de BANCO DE SABADELL (folios 48161-48163), CAIXABANK (folios 48184-48186) y BANCO SANTANDER (folios 48201-48202) al citado requerimiento de información. Posteriormente, el día 26 de enero se recibió contestación del BBVA (folios 48229-48233).

36. La Sala de Competencia del Consejo de la CNMC deliberó y falló el asunto en su reunión de 13 de febrero de 2018.
37. Son interesadas en este expediente:
 - INVERSIONES EMPRESARIALES VAPAT, S.L.U.
 - CAIXABANK, S.A.
 - BANCO SANTANDER, S.A.
 - BANCO DE SABADELL, S.A.
 - BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.

II. LAS PARTES

Las partes interesadas en el presente expediente, tal y como consta en el PCH de la DC, son las siguientes:

Denunciante: INVERSIONES EMPRESARIALES VAPAT, S.L.U. (VAPAT)

VAPAT es una empresa madrileña, matriz del Grupo VAPAT, cuya actividad principal es la promoción, construcción y explotación de parques e infraestructuras eólicas (folio 1492). Cuenta con instalaciones eólicas en diferentes puntos de España, y se sitúa dentro de las diez principales eólicas del territorio nacional.

VAPAT tiene las siguientes empresas filiales: Parques Eólicos San Lorenzo, S.L.U., Bajoz Eólica S.L., Hornija Eólica S.L., CyL Energía Eólica S.L.U. y Esquilvent S.L. (folio 1505).

Denunciados:

CAIXABANK, SABADELL, BBVA y SANTANDER son cuatro de las principales entidades financieras del país. SANTANDER, en mayo de 2013 llevó a cabo la fusión por absorción de BANESTO (Banco Español de Crédito), entidad que ya controlaba desde los años noventa, manteniéndose operativo dicho nombre comercial hasta diciembre de 2013. Por lo anterior, las referencias a BANESTO que aparecen en la documentación obrante en el expediente han de entenderse hechas a SANTANDER.

III. CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO

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

Para la mejor comprensión del expediente, se expone en primer lugar el mercado en el que la conducta investigada se desarrolla y, posteriormente, el marco normativo de referencia.

1. Mercado afectado

Resulta oportuno explicar los conceptos de ***project finance***, **préstamos sindicados** y **derivados financieros** en el marco de estos préstamos.

1.1 *Project finance* y créditos sindicados

Se denomina financiación de proyectos o ***project finance*** a los mecanismos de financiación a los que se suele recurrir para realizar proyectos de gran envergadura. En estos casos, la garantía en la que se apoyan los prestamistas

para financiar el proyecto depende principalmente de la capacidad del propio proyecto para generar ingresos que sean capaces de pagar la deuda contraída y remunerar al capital invertido, ya que –frente a la financiación corporativa tradicional (*corporate finance*)– en *project finance* la deuda se considera garantizada únicamente por la sociedad creada para gestionar el proyecto, y no por una persona jurídica que podría tener otras fuentes de ingresos aparte de los generados por el proyecto. Dicha sociedad operará con un elevado nivel de endeudamiento en relación con los recursos propios, garantizando la devolución de la financiación con cargo a los flujos de caja que se generen y con los activos del proyecto.

Debido al elevado importe de los préstamos que financian este tipo de proyectos, se suele recurrir a **créditos sindicados** a largo plazo, es decir, créditos en los que participan varias instituciones financieras (prestamistas), que ponen a disposición de un prestatario fondos prestables en términos y condiciones comunes y, en consecuencia, con una documentación también común. Al estar concedido por parte de un grupo de bancos sindicados, el préstamo sindicado permite diversificar riesgos y realizar operaciones de un elevado montante que, de otra forma, difícilmente se podrían llevar a cabo. Según la información aportada por SABADELL, entre 2001 y 2016 se han celebrado en España 667 operaciones de préstamo sindicado (folio 24585). A este tipo de financiación sindicada se le denomina crédito senior o deuda senior por su posición dominante en la prelación de créditos de la compañía.

A pesar de ser varias las instituciones financieras que participan en el crédito, uno de ellos asume el papel de **banco agente**, que administra el préstamo en nombre del sindicato. Sus tareas están relacionadas fundamentalmente con la administración, gestión operativa y coordinación del préstamo sindicado frente al resto de entidades. Puede tratarse de uno de los prestamistas del sindicato o de un tercero (folio 7344).

La sindicación de un préstamo entre varios bancos constituye un mecanismo temporal de asociación de esas entidades con el fin de distribuir la participación en la concesión del mismo. La financiación se articula mediante el **contrato de financiación**, suscrito multilateralmente por los bancos y el cliente, en el que se establecen las condiciones básicas de la financiación para la construcción y puesta en marcha del proyecto. Con carácter previo a su firma, las partes acuerdan un *Term Sheet* u hoja de condiciones en la que se recogen las bases de la futura financiación. Según información que obra en el expediente, la elección de los bancos del sindicato (o *acreditantes*) corresponde al solicitante del préstamo (o *acreditado*); excepcionalmente, se le puede encomendar al banco agente, pero siempre con la conformidad del acreditado. Éste, en general, buscará la participación de entidades con las que ya tenga una relación (folio 7343).

El principal coste para el prestatario de un crédito sindicado¹ son los intereses que debe pagar sobre la parte del crédito dispuesto. El **tipo de interés** del crédito

¹ Aparte de las comisiones de agencia, disposición, compromiso, etc. y de los gastos legales asociados a este tipo de préstamos.

suele ser variable y se forma con un tipo de interés de referencia (p.ej. Euribor a seis meses, o Libor a tres meses) más un diferencial o *spread* como margen retributivo del prestamista. El **diferencial o *spread*** es el factor de remuneración más importante para el prestamista y, por lo tanto, el principal elemento de negociación para el prestatario. En su cuantía influyen factores como los niveles de riesgo implícitos en la operación, el grado de competitividad y liquidez en el mercado en el momento de concertación del préstamo, el rendimiento sobre el capital del prestamista, etc.

La participación de las entidades incoadas en operaciones de préstamos sindicados celebrados en España entre 2006 y 2016 se refleja en las dos tablas siguientes, aportadas por SABADELL (folio confidencial 42033). La Tabla 1 refleja el porcentaje de préstamos sindicados (asociados o no a *project finance*) en los que participó al menos alguna de las incoadas.

Tabla 1. Porcentaje de operaciones con préstamo sindicado en España en las que ha participado alguna de las entidades incoadas (en términos de unidades) ²											
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016**
Participa algún miembro del sindicato	[40-50%]	[50-60%]	[50-60%]	[60-70%]	[70-80%]	[70-80%]	[70-80%]	[70-80%]	[80-90%]	[90-100%]	[70-80%]
Llevadas a cabo por el sindicato*	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]

La Tabla 2 refleja la participación de cada una de las cuatro entidades en *project finance* con préstamos sindicados.

Tabla 2. Participación de cada una de las entidades incoadas en préstamos sindicados de <i>project finance</i> en términos de unidades en España (% sobre el total) ³											
Entidad	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016**
SABADELL	[20-30%]	[30-40%]	[10-20%]	[20-30%]	[20-30%]	[30-40%]	[30-40%]	[10-20%]	[20-30%]	[40-50%]	[50-60%]
BBVA	[20-30%]	[30-40%]	[20-30%]	[30-40%]	[40-50%]	[40-50%]	[50-60%]	[50-60%]	[10-20%]	[50-60%]	[30-40%]

² Fuente: Según información aportada por SABADELL, basada en datos de IJGlobal. (*) La entidad puntualiza que desde 2006 a 2010 y en 2012 el sindicato está formado por Banco Sabadell, Caixabank, BBVA y Banesto. En 2011 Banesto no participó en la operación sindicada de VAPAT y SABADELL no lo ha tenido en cuenta para calcular las cuotas de mercado del sindicato de referencia de esa fecha en adelante. Asimismo, tras la fusión de Banesto con el Banco Santander en 2013, el primero deja de aparecer como entidad financiera independiente y, por tanto, como miembro del sindicato, y aparece en su lugar SANTANDER. (**) Según la entidad, los datos de 2016 corresponden a operaciones realizadas hasta 21 de diciembre de 2016.

³ Fuente: según información aportada por SABADELL, basada en datos de IJGlobal. (*) A partir de 2013, Banesto deja de operar como entidad financiera independiente en el mercado, tras su fusión con el Banco Santander, por lo que SABADELL ha considerado que a partir de ese año, sus cuotas son 0. (**) Según la entidad, los datos de 2016 corresponden a operaciones realizadas hasta 21 de diciembre de 2016.

ICO	[0-10%]	[10-20%]	[0-10%]	[10-20%]	[20-30%]	[20-30%]	[10-20%]	[20-30%]	[0-10%]	[20-30%]	[10-20%]
BANESTO*	[0-10%]	[0-10%]	[10-20%]	[30-40%]	[30-40%]	[20-30%]	[10-20%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]	[0-10%]
CAIXABANK	[0-10%]	[20-30%]	[20-30%]	[30-40%]	[50-60%]	[30-40%]	[50-60%]	[50-60%]	[80-90%]	[40-50%]	[30-40%]
SANTANDER	[30-40%]	[30-40%]	[10-20%]	[40-50%]	[30-40%]	[30-40%]	[10-20%]	[40-50%]	[40-50%]	[80-90%]	[40-50%]

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

1.2 Derivados financieros: cobertura frente al riesgo de tipos de interés

En los préstamos sindicados estructurados como *project finance*, como se constata en el expediente, los bancos del sindicato suelen solicitar al cliente que contrate un instrumento financiero de cobertura para proteger todo o parte del nominal o cuantía del préstamo, de cara a cubrir posibles desviaciones en los tipos de interés que pudieran afectar negativamente a la capacidad de devolución del préstamo y por tanto a la viabilidad del proyecto (folio 7345). La contratación del instrumento de cobertura frente al riesgo de tipos de interés es una práctica razonable tanto desde el punto de vista del banco como del cliente, ya que se trata de evitar, en último término, el impago del crédito.

En general, el instrumento de cobertura suele ser un derivado financiero. Se trata de 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, futuros⁴, *forward*⁵, *swaps*, etc.⁶), de la finalidad (especulación o cobertura), y del lugar de negociación y contratación

⁴ Un contrato de futuros es un contrato o acuerdo que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un bien o valor (activo subyacente) en una fecha futura y determinada, y con un precio establecido de antemano. Es un contrato estandarizado.

⁵ Un contrato a plazo o *forward* es un contrato a largo plazo entre dos partes para comprar o vender un activo a precio fijado y en una fecha determinada. La diferencia con los contratos de futuros es que los contratos *forward* son operaciones *over the counter*, es decir, fuera de mercados organizados.

⁶ Futuros, opciones y *swaps* son los derivados más sencillos, pero pueden combinarse de distintas maneras para formar derivados más complejos, como los *collars*. Los derivados pueden utilizarse con un fin especulativo (para obtener un beneficio por la variación en los precios de los productos subyacentes) o de protección (para proporcionar una cobertura frente a movimientos no deseados de esos precios).

(mercados organizados⁷ o no organizados, también conocidos como *over the counter* u OTC⁸).

En el caso que nos ocupa, los principales derivados financieros utilizados (*collars* y *swaps*) tienen como producto subyacente el tipo de interés de referencia utilizado en el crédito sindicado, por lo que también suelen denominarse *collars* de tipos de interés o *swaps* de tipos de interés.

Es 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**⁹, pero en principio nada impediría que otros bancos ajenos al sindicato de prestamistas proporcionasen esa cobertura en todo o en parte.

De acuerdo con el ICO, la forma de obtener beneficios por parte de los proveedores de derivados es a través de **márgenes**, 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 posteriormente al cliente y que él acepta (folio 7347).

1.2.1. Cobertura del riesgo de tipos de interés con *collars*

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*¹⁰.

Una **opción de tipos de interés** es aquella operación por la cual una parte (comprador), mediante el pago de una prima a la otra parte (vendedor), adquiere el derecho de tomar (comprar) o prestar (vender) un depósito por un importe nominal a un determinado tipo de interés fijo o variable (precio de ejercicio) en una fecha futura (fecha de ejercicio).

Para entender el *collar* en el marco de los créditos sindicados es necesario explicar por separado las dos opciones de tipos de interés que lo forman.

- En el **cap**, el cliente (el que recibe el crédito sindicado) paga una prima al vendedor de la opción (una entidad financiera, que puede ser uno de los bancos que ofrecen el préstamo, o un tercero); a cambio, si en determinadas fechas futuras, previamente pactadas, el tipo de interés de

⁷ Los derivados que son objeto de compraventa en mercados financieros organizados son contratos estandarizados (mismo precio y vencimiento para todos los participantes), lo que hace que sean mercados más transparentes y muy líquidos.

⁸ En estos mercados se contratan derivados que se acuerdan a medida entre bancos o empresas. En estos mercados OTC se contrata la mayor parte de los derivados financieros. Se suelen utilizar para operaciones de cobertura de riesgos muy específicos de una empresa.

⁹ Según la definición recogida en el Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF), al que luego nos referiremos, la prima es la cantidad que el comprador de un derivado debe abonar, en una única vez, al vendedor como contraprestación por las obligaciones que este último asume.

¹⁰ Estrictamente hablando, un *cap* y un *floor* son más bien series de opciones de tipos de interés (*caplets* o *floorlets*) encadenadas temporalmente hasta abarcar una parte significativa de la duración del proyecto financiado con el préstamo sindicado. Sin embargo, esta precisión no es relevante para entender el modo en que *caps* y *floors* proporcionan la protección buscada frente a movimientos adversos de los tipos de interés.

referencia (por ejemplo el Euribor a seis meses) excediera el tipo de interés fijado como máximo (tipo *cap*)¹¹, el cliente adquiere el derecho a que la entidad financiera le abone la diferencia entre esos dos tipos de interés, multiplicada por el importe nominal que está siendo cubierto frente a la subida de tipos de interés¹².

Por tanto, el *cap* de tipos de interés es una opción financiera que **permite al cliente protegerse de posibles subidas en el tipo de interés** del crédito que ha recibido. Cuando el tipo de interés del crédito sube por encima del *cap*, el cliente tiene que pagar más intereses del préstamo, pero simultáneamente la opción *cap* que ha adquirido le proporciona un ingreso que compensa la subida del tipo de interés. De esta manera, en relación con el préstamo sindicado, el cliente pagaría, como máximo, el tipo de interés pactado como tipo *cap*.

- En cuanto al ***floor***, se trata de la opción contraria, que protege frente a bajadas de los tipos de interés, y por tanto los bancos prestamistas serían los beneficiados. La entidad financiera paga al cliente una prima, mientras que el cliente se obliga frente al banco a que, en el supuesto de que, en determinadas fechas futuras, previamente pactadas por ambos, el tipo de interés de referencia (por ejemplo, el Euribor a seis meses) cayera por debajo del tipo de interés fijado como mínimo (tipo *floor*), el cliente pagará al banco la diferencia entre esos dos tipos de interés, multiplicada por el importe nominal que está siendo cubierto de la bajada de tipos de interés.

Por tanto, el *floor* de tipos de interés es una opción financiera que **permite a los bancos protegerse de posibles bajadas en el tipo de interés** del crédito que ha concedido. Cuando el tipo de interés del crédito baja por encima del *floor*, el banco recibe menos intereses por el préstamo, pero simultáneamente la opción *floor* que ha adquirido le proporciona un ingreso que compensa la bajada del tipo de interés. De esta manera, en relación con el préstamo sindicado, el banco prestamista recibiría, como mínimo, el tipo de interés pactado como tipo *floor*.

Un ***collar*** es una combinación de opciones *cap* y *floor*, 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. De esta forma, los dos 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*.

Un ejemplo servirá para aclarar cómo operan los *collars*. En la Figura 1 se muestra un ejemplo simplificado de un *collar* sobre un tipo de interés de referencia en el que el tipo del *cap* se fijó en un 5%, y el tipo del *floor* se fijó en un 3,5%. Suponemos que el nominal pactado es de 1.000 euros, y que los pagos

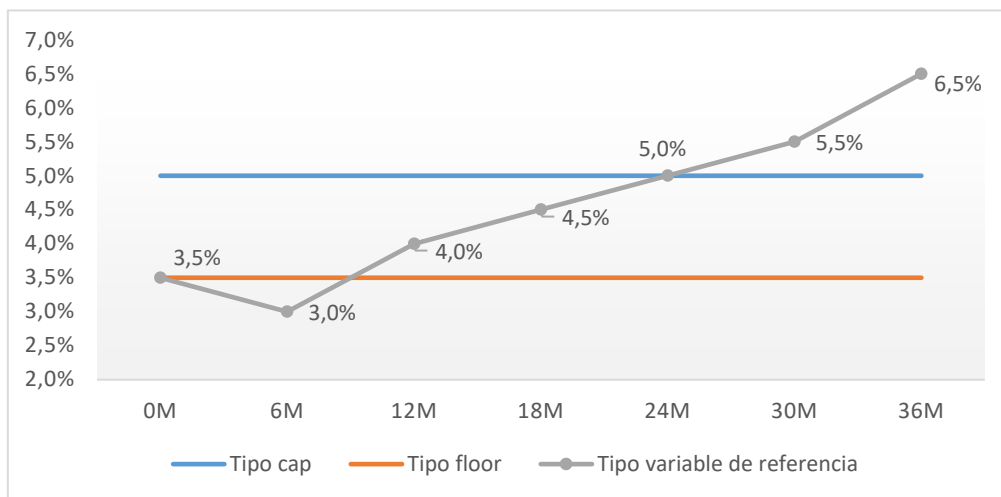
¹¹ Ese precio se denomina indistintamente tipo máximo o tipo *cap*, que es el precio de ejercicio de la opción (*strike price*).

¹² Como se ha dicho al comienzo del apartado anterior, este nominal suele ser un porcentaje del crédito sindicado recibido por el cliente.

y cobros generados por el *collar* se liquidan semestralmente. Imaginemos que el tipo variable de referencia sube a lo largo del tiempo como se puede ver en el gráfico, de manera que en la fecha de contratación del *collar* (el mes cero, representado como 0M), el tipo de interés es de un 3,5%, y al final de la vida del *collar* (en el mes 36, identificado como 36M) alcanza un valor de 6,5%. Las liquidaciones, que tendrían lugar cada seis meses, serían de la siguiente manera:

- A los 6 meses el tipo de referencia variable se sitúa en el 3%. Como está por debajo del tipo *floor*, que es del 3,5%, el cliente debe abonar a la entidad financiera la diferencia entre los dos tipos (0,5%) multiplicado por el nominal de 1.000 euros, es decir, 5 euros (en cambio, como el tipo de referencia está por debajo del tipo *cap*, el banco no tiene que pagar nada al cliente).
- Entre los 12 y los 24 meses, el tipo de interés de referencia se sitúa por encima del *floor*, y por debajo o igual al *cap*. Por ello, no se produce ninguna liquidación del *collar* a favor de ninguna de las partes.
- A los 30 meses, el tipo de interés de referencia (5,5%) ha superado el tipo del *cap*. Por ello, el cliente recibe del banco la diferencia entre el tipo de referencia y el tipo *cap*, multiplicada por el nominal de 1.000 euros, es decir es decir 0,5% por 1.000 euros, lo que implica un ingreso para el cliente de 5 euros en esa fecha (en cambio, como el tipo de interés de referencia es superior al tipo *floor*, el cliente no tiene que pagar nada al banco).

FIGURA 1. EJEMPLO DE COLLAR



Gracias 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*¹³. Lo contrario sucede con el banco:

¹³ Imaginemos que en el mes cero el banco ha concedido al cliente un crédito de 1.000 euros a tres años (36 meses) al tipo de interés variable mostrado en la gráfica, con pagos semestrales de los intereses del

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*¹⁴. Por último, 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*.

1.2.2. Cobertura del riesgo de tipos de interés con swaps

En el caso de que las partes de un préstamo sindicado quieran cubrirse de las variaciones del tipo de interés mediante un *swap* de tipos de interés (en inglés *interest rate swap* o IRS), el banco o la entidad financiera se compromete a abonar al cliente el importe resultante de aplicar un tipo de interés variable (por ejemplo, el Euribor a seis meses) sobre el importe nominal pactado, y como contraprestación el cliente se compromete a abonar al banco un importe calculado sobre el mismo importe nominal pero aplicando **un tipo fijo** pactado para el *swap*. Es por tanto un intercambio de un tipo de interés variable por un tipo de interés fijo.

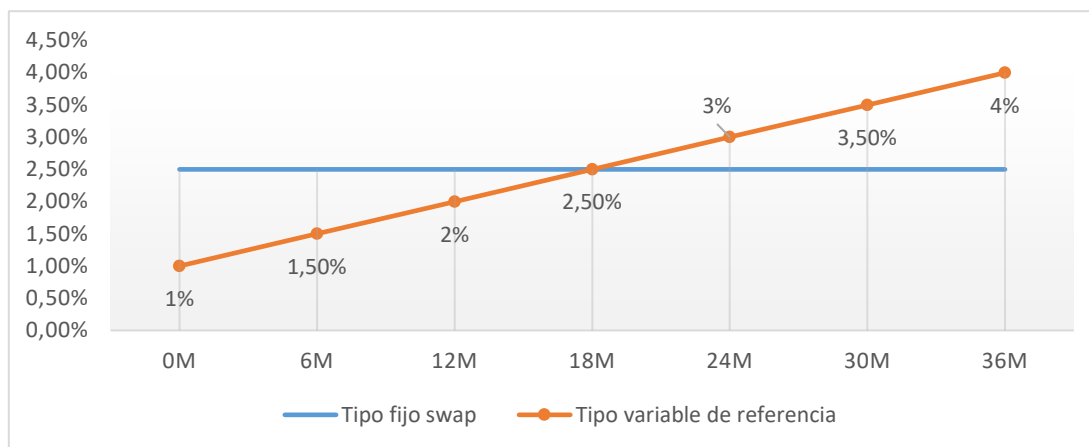
En la Figura 2 se muestra un ejemplo simplificado de un *swap* para el que el tipo fijo se ha pactado en un 2,5%, y en el que las liquidaciones son semestrales. El tipo de interés de referencia es variable y evoluciona como se puede ver en el gráfico, de manera que en la fecha de contratación del *collar* el tipo de interés es un 1%, y a los 36 meses el tipo de referencia es un 4%. Si suponemos que el nominal pactado es de 1.000 euros, las liquidaciones que tendrían lugar cada seis meses serían de la siguiente manera:

- A los 6 meses el cliente recibe del banco el tipo de referencia variable, que se sitúa en el 1,5%, y paga al banco el 2,5% del tipo fijo. Como los tipos variables se sitúan por debajo tipo fijado en el *swap*, el cliente debe abonar a la entidad financiera la diferencia entre el tipo fijo y el tipo variable multiplicado por el nominal, es decir, 10 euros.
- A los 18 meses el tipo de interés de referencia, que es el que paga el banco al cliente, es del 2,5%, que en esa fecha es igual al tipo fijo del *swap*. Por tanto, la liquidación es nula, lo que implica que ni el cliente ni el banco tienen que pagar.
- A los 30 meses, el tipo de interés de referencia que el banco paga al cliente (3,5%) ha superado el tipo fijado en el *swap*. Ahora es el banco quien paga al cliente la diferencia entre el tipo de referencia y el tipo *swap*, multiplicada por el nominal, es decir, 10 euros.

préstamo. Entre el mes 24 y el mes 30 el tipo de interés del crédito sube desde 5% hasta 5,5%, lo que implica un pago de intereses del cliente al banco de 55 euros, 5 euros más que en el mes 24. Sin embargo, como han contratado el *collar* con un tipo *cap* de 5%, ya se ha visto en el texto principal que el banco tiene que pagar al cliente 5 euros por el *collar*, por lo que el cliente paga al banco 55 (por intereses) – 5 (por la cobertura) = 50 euros, la misma cantidad que si el tipo de interés del crédito se hubiera mantenido en 5%.

¹⁴ Con el mismo crédito de la nota al pie anterior, en el mes seis el tipo de interés está en 3%, y por tanto el banco recibirá del cliente 30 euros por intereses, 5 euros menos de los que hubiera percibido si el tipo de interés se hubiera mantenido en el nivel inicial de 3,5%. Sin embargo, como han contratado el *collar* con un tipo *floor* de 3,5%, el cliente pagará al banco 5 euros por el *collar*, por lo que el banco recibe del cliente 30 (por intereses) + 5 (por la cobertura) = 35 euros, la misma cantidad que si el tipo de interés del crédito se hubiera mantenido en 3,5%.

FIGURA 2. EJEMPLO DE SWAP



Gracias al *swap*, un cliente que ha recibido el crédito a un tipo de interés variable elimina el riesgo de una subida de los tipos de interés por encima del máximo pactado en el *swap*, a la vez que renuncia a la posibilidad de beneficiarse de una caída de los tipos de interés por debajo de ese mismo tipo de interés. En la práctica, es como si ahora, con el *swap*, el crédito que ha recibido fuera a tipo fijo¹⁵. Lo contrario sucede con el banco prestamista: se asegura que siempre recibirá, por el crédito concedido, el tipo de interés pactado en el *swap*.

1.2.3. Derivados financieros: el contrato de cobertura

Las operaciones de derivados habitualmente se formalizan a través de **contratos marco** diseñados a tal efecto por asociaciones especializadas. En concreto, en España se utilizan los contratos marco ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) y, especialmente cuando se contrata con entidades españolas, los Contratos Marco de Operaciones Financieras (CMOF) redactados por la Asociación Española de Banca (AEB) y por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) (folio 7346).

Los documentos en los que se formaliza la cobertura son los siguientes:

- Contrato marco, que es el documento elaborado por las citadas asociaciones y que se firma con un texto pre-impreso.
- Anexo 1, en el que las partes negocian las modificaciones de las cláusulas genéricas del contrato marco para adaptarlas a las necesidades específicas de los contratantes.

¹⁵ Imaginemos que en el mes cero el banco ha concedido al cliente un crédito de 1.000 euros a tres años (36 meses) al tipo de interés variable de referencia, con pagos semestrales del interés del préstamo. Como se ve en la figura, en el mes cero el tipo de interés es del 1%. Como hemos visto, en el mes 30 el tipo de interés del crédito ha subido hasta 3,5%, lo que implica un pago de intereses del cliente al banco de 35 euros. Sin embargo, como han contratado el *swap* con un tipo fijo del 2,5%, ya se ha visto en el texto principal que el banco tiene que pagar al cliente 10 euros por el *swap*, por lo que el cliente paga al banco 35 (por intereses) – 10 (por la cobertura) = 25 euros, que es la misma cantidad que si los intereses del crédito se calcularan con un tipo fijo del 2,5%.

- Las confirmaciones, en las que se pactan los términos económicos de las operaciones financieras y que formalmente se firman con cada banco de acuerdo con los respectivos contratos marcos o CMOF, una vez cerrada la operación de cobertura. Dicho documento contiene el tipo de *swap/cap/floor* elegido, así como las modalidades específicas que lo regulan (fecha de inicio de la operación y fecha de vencimiento, las liquidaciones parciales, la prima y el diferencial o margen, si existen, y los tipos de interés de referencia pactados).

Por tanto, las únicas partes del contrato susceptibles de negociación son el anexo 1 y la confirmación, si bien a través del anexo 1 se podría modificar cualquier aspecto del contrato marco (folio 7347).

Según la información obrante en el expediente, los contratos de cobertura son habitualmente **bilaterales**. Aunque la cobertura la ofrezcan varias entidades, cada una debe suscribir un contrato marco diferente con el cliente. Además, aunque no venga especificado en la documentación, ninguna de las partes podría dar publicidad al contenido de la misma, salvo con el consentimiento expreso de la otra (folio 7347).

Según la información que obra en el expediente, **los proveedores del derivado** pueden ser entidades financieras ya participantes en la financiación o un tercero externo a ésta (o una mezcla). Si ya participan en el préstamo, su participación en la provisión de la cobertura será habitualmente proporcional a su participación en el crédito¹⁶ (folio 7346). 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.

1.3 Coste o valoración de los derivados financieros

Según el ICO, para el cliente de la cobertura **el tipo de interés fijado en el derivado** es crucial, pues determina el coste final de la operación de derivados, por lo que procurará conseguir el “precio” más beneficioso posible (también denominado cotización)¹⁷. Sin embargo, no puede tener influencia directa sobre la determinación de su valor, pues el precio que cada contrapartida ofrece queda, en teoría, determinado en función de variables específicas de cada una de ellas (folio 7349).

Respecto de la **valoración del derivado**, según información obrante en el expediente, exige en primer lugar calcular el valor justo (“*fair value*”) de las opciones financieras, lo que requiere la determinación del modelo matemático para la estimación del valor esperado de las opciones financieras¹⁸. En segundo

¹⁶ Si en la cobertura no participara alguna de las entidades acreedoras del préstamo, tal y como sucedió con el ICO en las operaciones de VAPAT, la parte del derivado correspondiente a dicha entidad será asumida por el resto de entidades (folio 7346).

¹⁷ El “precio” debe ser entendido en este contexto como referido al tipo fijo de los *swap* o el tipo *floor* de los *collar* que los bancos ofrecen o “cotizan” al cliente, y no en el sentido del coste que tiene que pagar el cliente por el instrumento de cobertura.

¹⁸ Black-Scholes, Libor Market Model, Black76, etc. Los sistemas informáticos tradicionales de valoración de instrumentos financieros permiten varias alternativas de modelos, en función de las preferencias

lugar, hay que calcular los tipos cupón cero, factores de descuento equivalente y tipos implícitos que actúan como subyacentes en las opciones financieras.

El momento en que se determina el valor del derivado es, según información que obra en el expediente, muy relevante, ya que debido a la **volatilidad** del mercado los parámetros que determinan la cotización de un producto financiero cambian continuamente (folio 7348). Los valores de mercado de las operaciones en el momento del cierre no son recuperables con posterioridad, a no ser que hayan sido guardados por la entidad en algún soporte físico o electrónico. Si no los conserva, sólo podrían recuperarse las cotizaciones de apertura, cierre de mercado, máximos y mínimos, pero no los datos del momento concreto de la contratación, ya que dada la volatilidad del mercado es muy complicado conocer dónde estaban todas las variables en el momento exacto de cotización (folio 7350).

1.3.1. Coste o valoración de los *collars* de tipos de interés

En general, el valor de un derivado de tipos de interés para el cliente depende de los pagos y los cobros que puede generarle ese instrumento en el futuro. Como en el momento de la contratación del derivado no se conoce la evolución futura del tipo de interés de referencia, no es posible saber con certeza si en las fechas previstas la liquidación será a favor del cliente o del banco. Sin embargo, puede estimarse razonablemente la evolución previsible del tipo de interés de referencia utilizando los tipos de interés a plazo o *forward*, que son los valores futuros del tipo de interés de referencia que son más probables según los datos registrados en los mercados financieros.

Después de estimar de este modo los tipos de interés de referencia más probables en las fechas de liquidación, se pueden calcular las liquidaciones futuras asociadas a las dos opciones de tipos de interés. El cliente tendrá que cobrar con la opción *cap* siempre que el tipo de referencia esté por encima del tipo *cap*, y tendrá que pagar con la opción *floor* siempre que el tipo de referencia esté por debajo del tipo *floor*. Estos pagos y cobros del cliente serían los flujos monetarios futuros que le generan estas dos opciones financieras.

Sin embargo, estos flujos monetarios, que se generan en distintas fechas futuras, no pueden sumarse sin más para calcular cuánto valdría cada una de las opciones para el cliente, ya que el valor de una cantidad de dinero en el futuro no es el mismo que su valor equivalente en el presente: cuanto más lejano sea el momento en el que se recibe, menos es su valor actual. Como lo que interesa es calcular cuánto vale el derivado para el cliente en la fecha de contratación, es necesario calcular el valor actual de estos cobros y pagos futuros. Para ello hay que recurrir al cálculo del **valor actualizado neto**, que descuenta o reduce el valor de los flujos monetarios futuros para obtener su valor equivalente en el presente. Para realizar esa actualización del valor se utiliza una tasa o conjunto

individuales de cada banco u operador (folios 7347-7348, correspondientes a la información proporcionada por el ICO).

de tasas de descuento que reflejan la evolución del valor del dinero a lo largo del tiempo.

El valor actualizado neto de los cobros y pagos futuros del cliente generados por las opciones *cap* y *floor* es igual al valor de esas opciones para el cliente. Una opción *cap* solo puede producir ingresos para el cliente, por lo que tendrá un valor positivo, que será igual a la **prima o precio que tiene que pagar** el cliente para adquirir esa opción. En cambio, una opción *floor* solo produce pagos para el cliente, por lo que para él tendrá un valor negativo, que será igual a la **prima o precio que tiene que recibir** el cliente para adquirir esa obligación.

El **precio** que tiene que pagar el cliente por contratar el *collar* es precisamente **su valor para el cliente**, que es igual a la diferencia entre la prima que pagaría por fijar un tipo *cap* concreto y la prima que recibiría por fijar un tipo *floor* concreto. Si la prima que paga por el *cap* es mayor que la que recibe por el *floor*, el cliente tendría que pagar una prima al banco por el *collar*; si la prima que paga por el *cap* es menor que la que recibe por el *floor*, el cliente tendría que recibir una prima del banco por el *collar*; si la prima que paga por el *cap* es igual a la que recibe por el *floor*, el *collar* tendría un **coste nulo o cero** para el cliente¹⁹. En este expediente todos los *collars* analizados son de este último tipo.

1.3.2. Coste o valoración de los swaps de tipos de interés

El **precio** que tiene que pagar el cliente por contratar este instrumento de cobertura es la **prima y para calcularlo** es necesario estimar el **valor** que tiene el *swap* para el cliente en la fecha de contratación.

Como ya se ha explicado para el caso de los *collars*, el valor de un *swap* para el cliente depende de los pagos y los cobros que le generará en las liquidaciones futuras. Como en el momento de la contratación del *swap* no se conoce la evolución futura del tipo de interés de referencia, no es posible saber con certeza si en las fechas previstas la liquidación será a favor del cliente o del banco. Sin embargo, puede estimarse razonablemente la evolución previsible del tipo de interés de referencia utilizando los tipos de interés a plazo o *forward*, que son los valores futuros del tipo de interés de referencia que son más probables según los datos registrados en los mercados financieros.

Después de estimar de este modo los tipos de interés de referencia más probables en las fechas de liquidación, se pueden calcular las liquidaciones futuras asociadas al *swap* de tipos de interés. El cliente tendrá que cobrar siempre que el tipo de referencia esté por encima del tipo fijado en el *swap* y tendrá que pagar siempre que el tipo de referencia esté por debajo del tipo fijado en el *swap*. Estos pagos y cobros del cliente serían los flujos monetarios futuros que le generan este instrumento de cobertura.

¹⁹ En términos similares se ha pronunciado el Auto dictado por el Juzgado de Instrucción nº 31 de Madrid, el 20 de mayo de 2015, en el que se determina que la expresión "coste cero" no significa que la contratación de este producto sea gratuita para el cliente, sino que, simplemente, no interviene, implica o existe desembolso inicial de prima, comisión, coste, honorarios o gastos asociados a la contratación de estos productos (folio 3211).

Como lo que interesa es calcular cuánto vale el *swap* para el cliente en la fecha de contratación, es necesario calcular el valor actual de estos cobros y pagos futuros. Para ello, como también se ha explicado antes, hay que calcular el **valor actualizado neto**, que descuenta o reduce el valor de los flujos monetarios futuros, mediante una tasa de descuento, para obtener su valor equivalente en el presente.

El **precio o prima** que tiene que pagar el cliente por contratar el *swap* es precisamente **el valor que tiene para el cliente**. Si el valor del *swap* es positivo para el cliente, tendría que pagar una prima al banco igual a ese valor; si el valor del *swap* es negativo para el cliente, el cliente tendría que recibir una prima del banco igual a ese valor; si el valor del *swap* para el cliente es cero, el *swap* tendría un **coste nulo o cero** para el cliente, que no tendría que pagar prima alguna al banco. En este expediente todos los *swaps* analizados son de este último tipo.

1.4 Garantías de los préstamos sindicados en project finance

En relación a las **garantías de los préstamos sindicados en project finance**, de acuerdo con la información aportada por SANTANDER, éstas se articulan a través del contrato de coordinación y garantías o *Intercreditor Agreement*. Estos contratos establecen condiciones comunes tanto a la financiación como a la cobertura, destacando de su contenido (folio 41648):

- Las reglas de ejecución de las garantías, sometidas a decisión de la mayoría, la cual se determina teniendo en cuenta el peso de cada entidad en la deuda global, es decir, considerando la cantidad pendiente de amortización del crédito y el valor de mercado del derivado en ese momento.
- Las reglas para la modificación del contrato que vinculan tanto al crédito como a la cobertura. Para ello, se requiere un régimen de mayorías similar al de la ejecución de garantías.
- Cancelación anticipada del derivado.
- Amortización total o parcial del crédito: el vencimiento anticipado del crédito desencadena necesariamente el vencimiento anticipado de la cobertura.
- Compensación de la deuda contraída por el crédito con la deuda contraída por el derivado, cuando el valor de mercado del derivado es positivo para el cliente.

Para SABADELL, al igual que para SANTANDER, el contrato de coordinación y garantías recoge un conjunto de garantías comunes a todos los contratos y, especialmente, a los acuerdos de financiación y a los acuerdos relativos a los derivados de cobertura (folio 24558). Para SABADELL, estas garantías responden frente a la totalidad de obligaciones que se derivan de los diferentes contratos, funcionando bajo los principios de paridad y proporcionalidad. De tal forma que, en caso de vencimiento anticipado, el reparto de la liquidación

resultante de las garantías se realiza a prorrata en proporción al riesgo asumido por cada banco (folio 24558). Manifiesta la misma entidad que, puesto que unos mismos activos se responsabilizan de la totalidad de garantías, se establece una prelación en los pagos en caso de resolución anticipada, permitiendo que la liquidación de los activos se realice de forma ordenada y previsible para las partes en caso de vencimiento anticipado (folio 24558). CAIXABANK, en línea con la información aportada por SABADELL y SANTANDER, añade además que, en virtud de los contratos de garantías financieras, los activos que habitualmente la entidad financiada otorga a sus acreedores como garantía son:

- las cuentas bancarias a través de las cuales se gestione la operativa del proyecto;
- los derechos de crédito derivados de los contratos firmados durante la fase de construcción y explotación del proyecto;
- los derechos de crédito derivados de la contratación de seguros y aquellos inmuebles que formen parte de los activos propios del proyecto (folios 40533-40535).

2. Marco normativo

En 2007 entró en vigor la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros* (más conocida por sus siglas en inglés como **MiFID1**, *Markets in Financial Instruments Directive*), cuyo principal objetivo es mejorar la protección del inversor y la competitividad de los mercados financieros a partir del establecimiento de reglas comunes para las entidades que prestan servicios de inversión dentro del ámbito europeo. Esta normativa europea se trasladó al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (modificada por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, y deroga la anterior Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

Como resultado de la aplicación práctica de esta Directiva, las entidades que prestan servicios de inversión deben clasificar a sus clientes en una de las tres categorías disponibles ("cliente minorista", "cliente profesional" o "contraparte elegible") en función de la experiencia, conocimientos y cualificación necesaria para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar los riesgos asumidos. En este sentido, en función de la clasificación asignada, las mencionadas entidades están obligadas a adoptar determinadas medidas de protección de los inversores.

Posteriormente han sido aprobadas la *Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se*

*modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (conocida como **MiFID2**), incorporada parcialmente a la legislación española mediante el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, que entró en vigor el pasado 3 de enero. El nuevo marco regulatorio concede una mayor protección a clientes minoristas y establece un mayor control de los productos derivados *over the counter* (OTC).*

La normativa **EMIR** (*European Market Infrastructure Regulation*) está constituida por el Reglamento Europeo (UE) N° 648/2012, aprobado en 2012 por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea, que regula la contratación y registro de las operaciones de derivados. Su objetivo es dotar de un marco regulador que aporte seguridad y transparencia a la operativa de derivados y afecta a todos los derivados incluyendo, entre otros, opciones, futuros, compraventa de divisa a plazo (“seguros de cambio”) y permutas (*swaps*); y a todas las empresas/contrapartidas que operan en derivados. Según la EMIR, todos los contratos de derivados que se negocien deben notificarse a alguno de los registros de operaciones autorizados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA²⁰), conocidos por su denominación en inglés *Trade Repositories*. Todos los participantes en el mercado de derivados OTC y sujetos a **EMIR** tenían que cumplir con la fecha límite del informe de sus operaciones estipulado por la ESMA en febrero del 2015.

Adicionalmente, a través del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, se traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

Igualmente, el *Reglamento (UE) 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo* (conocido como **MIFIR**), tiene como objetivo seguir profundizando en la transparencia y mejora del funcionamiento de dichos mercados y entró en vigor el pasado 3 de enero de 2018. **MIFIR**, junto con **MiFID2**, forma parte de la nueva arquitectura legislativa diseñada con el objeto de armonizar el marco legislativo actualmente aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión y a los mercados de valores en múltiples ámbitos, tales como las normas de conducta aplicables a la prestación de servicios, la protección al inversor, la estructura del mercado, la operativa con derivados, la supervisión y el régimen sancionador.

²⁰ La Autoridad Europea de Valores y Mercados, creada en 2009 por el Reglamento de la UE n° 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo (European Securities and Markets Authority, ESMA) es una autoridad europea independiente que contribuye a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la UE mediante la protección de los inversores y la promoción de mercados financieros estables y ordenados. Forma parte de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) junto con la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ). <https://www.esma.europa.eu/>. Las empresas que presten servicios de inversión en la UE deben estar autorizadas por un regulador comunitario, en España el Banco de España o la CNMV.

A los efectos de este expediente, cabe mencionar en particular el artículo 209 del precitado Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado mediante Real Decreto Legislativo 4/2015, que, bajo el título de “*Deber general de información*”, en el título dedicado a “Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión”, establece que:

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán **mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.**
2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser **imparcial, clara y no engañosa.**

Tal deber de proporcionar información imparcial, clara y no engañosa se predica, naturalmente, tanto de clientes profesionales como de minoristas y se preveía con idéntico contenido en el artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su versión vigente hasta noviembre de 2015.

A su vez, el artículo 219 del TRLMV (servicios de inversión como parte de un producto financiero) establece que “Las obligaciones de información y registro contempladas en los artículos 209 a 218 serán de aplicación a los servicios de inversión que se ofrezcan como parte de otros productos financieros, sin perjuicio de la aplicación a estos últimos de su normativa específica, especialmente aquélla relacionada con la valoración de los riesgos y los requisitos de información a suministrar a los clientes.”

IV. HECHOS ACREDITADOS

Antes del análisis de las operaciones de derivados financieros celebrados por las entidades incoadas, el órgano instructor recoge en el PCH (1) las explicaciones de las entidades incoadas sobre la contratación de derivados (apartados 115 a 181), así como (2) la regulación de los derivados financieros en los documentos formalizados por las entidades incoadas (apartados 182 a 194).

1. Explicaciones de las entidades incoadas sobre la contratación de derivados

Se recogen a continuación las principales explicaciones aportadas por los bancos incoados respecto a su operativa general en la contratación de derivados financieros como cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados. Las explicaciones se refieren a los derivados financieros, en general, por lo que han de entenderse referidas tanto a los *caps* y a los *floors* como a los *swaps*.

Se diferencia entre los aspectos relativos a (a) la justificación de la cobertura; (b) la elección del Banco Agente; (c) los proveedores del derivado; (d) las consecuencias de la relación entre la cobertura, el crédito sindicado y el sistema

de garantías; (e) las fases de negociación (diferenciando a su vez entre obtención del *cap*, del *floor* y del tipo fijo *swap*; explicación de las similitudes/diferencias en las cotizaciones del *floor* y del tipo fijo *swap* por las entidades y cierre de la operación y coordinación del tipo); (f) definición de valor razonable del derivado (o “*fair value*”), y (g) definición de margen y *spread*.

a. Justificación de la cobertura

CAIXABANK afirma que los contratos de cobertura no son productos especulativos ni de inversión, sino un estándar de mercado para limitar el riesgo de que los costes financieros se eleven por encima de un determinado nivel y pongan en entredicho la viabilidad y rentabilidad del proyecto (folios 3204-3205). La entidad bancaria afirma que la contratación de un derivado con este fin de cobertura no es obligatoria, pero se tiene en cuenta a la hora de determinar las condiciones de la financiación, siendo éstas más favorables que en el caso de que el cliente decidiera no contratarlo (folio 3208).

Según la entidad, la cobertura se contrata a iniciativa del cliente (folio 3205), aunque también ha afirmado que, en las primeras fases de negociación del préstamo, “*se ofrece al cliente*” la posibilidad de contratar un derivado (folio 3208).

Según SABADELL, en general en las operaciones de *project finance*, bancos y cliente acuerdan mitigar el riesgo de tipos de interés mediante un contrato de cobertura (folio 3870).

SANTANDER afirma, en términos similares a las anteriores entidades que, dado que los préstamos a interés variable implican un riesgo para el prestatario, ambas partes deben pactar algún instrumento de cobertura, siendo frecuente el recurso a contratos de derivados financieros. En la práctica, se suele celebrar este contrato simultáneamente al de préstamo. La entidad financiera afirma que se consideran de forma global las condiciones económicas de ambos contratos, cuyos riesgos se evalúan de forma conjunta, estando ambos instrumentos, con carácter general, recíprocamente condicionados: la celebración de uno exige la del otro y el incumplimiento o resolución anticipada de uno implica idénticas consecuencias para el otro (folios 7961, 41647, 41655 y 41659).

Por su parte, BBVA añade (folio 21970) que los derivados mantienen el mismo rango que la financiación principal en la prelación de pagos del proyecto, comparten garantías y su impago/cancelación supone causa de vencimiento anticipado de la financiación (folios 21990 y 21970).

Las entidades incoadas han señalado que es habitual que, al contratar la cobertura de tipos de interés, se contraten simultáneamente en el mercado interbancario “*operaciones espejo de riesgo simétrico inverso*”, es decir, un segundo derivado con las mismas características pero de riesgo inverso, con lo que se trasladaría a otra entidad el riesgo de mercado derivado de la contratación de la cobertura (SABADELL folios confidenciales 23343 y 23354; CAIXABANK folio 40547; y SANTANDER folios 41652, 41659 y 41662).

b. Elección del Banco Agente

Según BBVA, el promotor elige libremente a la entidad agente atendiendo a las ofertas recibidas de las entidades durante las etapas iniciales del proyecto (folio 21971).

SANTANDER afirma que el cliente selecciona al Banco Agente y éste inicia las negociaciones con el resto de bancos que forman el sindicato, acordándose la estructura, términos y condiciones del proyecto, para lo que utiliza un modelo económico-financiero llamado Caso Base (folios 7960 y 7964). La entidad afirma que para sus operaciones el Grupo VAPAT y el Banco Agente negociaron las condiciones de la financiación y los contratos de cobertura (folio 7965).

CAIXABANK manifiesta que es el cliente quien atribuye la condición de agente a su banco de confianza. La asignación del Banco Agente no se realiza de manera directa, de tal forma que hasta que el Banco Agente es finalmente designado de manera definitiva de entre todos los bancos que son llamados a participar en el crédito sindicado, existe una competencia entre bancos para ser elegidos como tales (folio 40538).

c. Los proveedores del derivado

Según SABADELL, el cliente tiene libertad para contactar o contratar precios con otros bancos, con la asistencia de asesores financieros. No obstante, generalmente en los *project finance* la cobertura de tipos de interés se suele cerrar con los bancos que participan en la financiación, ya que comparten garantías con ésta (folios 3870, 41777 y 41799).

En un sentido similar se pronuncia SANTANDER. Según la entidad, si bien no hay nada que impida al cliente cerrar el derivado de cobertura con un tercero ajeno al sindicato, en la práctica esto no suele ocurrir por no resultar eficiente ni para los bancos acreditantes ni para el proyecto. Y ello por los siguientes motivos (folios 7962 y 41653):

- i. Puesto que la rentabilidad de la operación se mide considerando la posible rentabilidad del derivado, a los bancos podría no interesarles la operación en caso de no cerrar también el derivado o una parte del mismo.
- ii. Si los contratos de cobertura se suscribieran con terceras entidades se añadiría un riesgo crediticio no previsto en el caso base (por ejemplo, por conflictos de interés futuros entre los acreedores de la deuda y los proveedores del derivado), aumentando los costes globales de la financiación.
- iii. Por la ausencia de incentivos de un tercero para prestar la cobertura de una operación de financiación en la que no haya participado debido, en primer lugar, a la imposibilidad de obtener rentabilidad de dicha financiación al no participar en ella. Y, en segundo lugar, por la débil posición en la que se encuentra en relación con los derechos de voto y las mayorías exigidas en el contrato de garantías.

CAIXABANK manifiesta que el Banco Agente es designado por el conjunto de bancos financiadores para realizar funciones de interlocución única con el cliente (folio 3208) y que, con carácter general, es el cliente quien elige qué entidades participan en su crédito sindicado, ya sea directamente, ya sea mediante su banco de confianza, que suele coincidir con la figura de “agente” (folio 40538).

d. Consecuencias de la relación entre la cobertura, el crédito sindicado y el sistema de garantías

Según CAIXABANK, 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 financiación²¹ (folio 3203). Sin embargo, en el documento aportado por la denunciante en el que se recogen las características del *collar* contratado con CAIXABANK 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 (folios 7421 y 7423).

CAIXABANK ha señalado que “no se puede disociar” la negociación de la operación de financiación de la de la cobertura, cuyas condiciones deben ser ofertadas por las entidades de forma “unitaria”, aunque la formalización luego sea bilateral, “pues así lo requiere la naturaleza de los derivados contratados (que ha de ser siempre bilateral)” (folio 3203). De esta manera, CAIXABANK, al igual que el resto de las entidades, como se verá a continuación, indica que la contratación de los instrumentos derivados será bilateral, pero la negociación será multilateral, asimilándola a la negociación del préstamo sindicado (folio 3205). La entidad afirma que los bancos del sindicato “conforman una oferta única de los términos económicos de la cobertura”, ya que protegen la inversión conjunta del sindicato y representan “coberturas conjuntas” (folio 3208).

BBVA también explica esta cuestión señalando que los parámetros o niveles de los derivados de cobertura se fijan libremente y de común acuerdo entre los financiadores y el solicitante dentro del rango de viabilidad que resulta del caso base (folio 21970). La entidad indica que, en las financiaciones sindicadas, las entidades actúan de forma conjunta y coordinada, como consecuencia del hecho de que todas ellas participan en condiciones de igualdad de los rendimientos, riesgos y garantías del proyecto (folio 21970). 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, se quiere evitar que decisiones individuales (por ejemplo, renegociación de uno de los contratos de cobertura) provoquen el fracaso del proyecto (folio 21971).

Esta coordinación de la posición de los acreedores en relación con la financiación y la cobertura se suele plasmar, como se ha dicho antes, en el contrato de garantías o “*Intercreditor Agreement*”, donde se regula, como se señaló con

²¹ Tal y como se ha señalado, la toma de decisiones del sindicato está ponderada en función de la cuantía aportada por cada banco y la cuantía cubierta por cada uno.

anterioridad, la distribución proporcional de los pagos realizados por la sociedad financiada y la ejecución de las garantías. En este sentido, BBVA ha explicado que *“es habitual que las entidades financieras compartan las garantías existentes, lo que necesariamente implica que los términos económicos de las operaciones de préstamo y de cobertura deban ser comunes, de lo contrario, dado que las garantías son las mismas y compartidas, unas entidades tendrían más exposición que otras por tener distintos riesgos garantizados con iguales garantías, y haría inviable el proyecto”* (folio 21971).

En términos similares se pronuncia SANTANDER (folios 41657 a 41659), quien señala que, cuando el crédito es sindicado, las entidades de cobertura coordinan el nivel del *floor* en el caso de utilizarse un *collar* y el tipo fijo en caso de *swap*, tal y como se verá más adelante, con el fin de neutralizar las pequeñas diferencias que puedan existir entre ellas. El banco afirma que esto es así por tratarse de una oferta sindicada, es decir, conjunta y necesaria, que realizan los bancos, asimilándola a la oferta conjunta del tipo de interés aplicable al crédito senior (folios 41656 y 41666).

SANTANDER señala asimismo que el sistema de garantías impide la existencia de coberturas independientes, ya que desincentiva la fijación, por parte de un banco, de tipos inferiores a los del resto de los bancos. Esto se debe, entre otras, a las siguientes circunstancias (folio 41660):

- i. Mientras no se ejecutase la cobertura, la liquidación semestral de cuotas e intereses que pagaría el cliente mantendría la proporcionalidad entre todos los bancos acreditantes. Sin embargo, de ejecutarse la cobertura, el cliente pagaría un mayor porcentaje de intereses al banco que hubiera fijado un tipo más elevado, rompiendo la proporcionalidad entre los bancos.
- ii. En caso de vencimiento anticipado, el derivado debe liquidarse por su valor de mercado, lo cual supone que, si los tipos fueran diferentes, el valor de liquidación del derivado sería distinto para cada banco, obteniendo mayor valor el que hubiera ofertado la cotización más elevada.
- iii. De admitirse cotizaciones diferentes entre los bancos y, debido a las reglas del cálculo de mayorías, el banco con una cotización mayor tendría mayores derechos de voto que el resto, rompiendo la proporcionalidad existente en la participación del crédito senior.
- iv. Con *floors* o con tipos fijos distintos en caso de *swap*, podría darse la situación de que, en caso de ejecutarse el *floor* o el tipo fijo del *swap*, el cliente pudiera cumplir con el pago en unos casos y no en otros.
- v. El saldo resultante de la ejecución de las garantías no se dividiría según la prorrata acordada inicialmente, beneficiando al banco con un tipo más elevado.

SABADELL manifiesta que una operación de financiación estructurada se compone por un conjunto de contratos, que *“solo en apariencia son independientes entre sí”*. El objeto de ese conjunto de contratos es un mismo

negocio, unos mismos flujos de caja y unas mismas garantías en caso de impago, existiendo por tanto un conjunto de vehículos económicos y jurídicos y que obligan a analizar los derivados de manera conjunta. Esta entidad considera la existencia de las garantías adecuadas como un elemento fundamental para la viabilidad de la operación de cara a las entidades financieras. La norma de estas operaciones es que el reparto de la liquidación de las garantías se realice con los principios de paridad y proporcionalidad, fijados con anterioridad a la fecha de firma de la operación, cobrando cada entidad financiera a prorrata y en proporción a su participación en la financiación. De no ser así, ninguna entidad financiera querría entrar en una operación en la que no pudiera saber qué derecho tendría sobre el patrimonio resultante en caso de vencimiento adelantado (folios 24559, 41776 y 41787-41790).

Lo anterior implica que, según SABADELL, desde la perspectiva económica, a los bancos les interesa controlar “*el nivel del floor de los derivados **contratados por cada uno de ellos***” (énfasis añadido). Si se fijaran diferentes niveles de *floor*, la primera consecuencia es que los intereses que el prestatario debería pagar a los bancos serían diferentes en cada periodo de pago. También sería diferente para cada banco el valor de liquidación del derivado. Estas dos consecuencias acarrearían a su vez otras consecuencias relevantes (folios 24560 a 24561), similares a las apuntadas por SANTANDER y recogidas *supra*.

e. Fases de la negociación

Según CAIXABANK, este proceso de negociación consistiría en una primera fase en la que el Departamento de Tesorería del Banco Agente ofrece al cliente los diferentes productos de cobertura, efectúa simulaciones y, además, vehicula y acuerda con el prestatario los términos económicos de la operación de cobertura, incluido el nivel del tipo de interés del *cap* (folio 3208).

Según BBVA y SANTANDER, dentro de esta fase es esencial la definición del “caso base”. La viabilidad del proyecto se determina a partir de un modelo matemático financiero que se construye conjuntamente con el solicitante de la financiación, a partir de los datos proporcionados por él. Dicho modelo matemático, o caso base, analiza la capacidad de generación de recursos y flujos a lo largo de un determinado periodo de tiempo. La negociación del caso base se hará de manera multilateral a través del Banco Agente, fijando todas las entidades unas únicas condiciones (folios 21970 y 41655, respectivamente).

Asimismo, es importante la firma del Term Sheet. De acuerdo con BBVA, se trata de una oferta indicativa individual de cada banco sujeta, entre otros, a cambios que se requieran por la evolución del proyecto, a comités de riesgos y a determinados departamentos internos. Este documento incluye la estructura de la financiación, garantías, condiciones económicas, e importe en el que el banco participaría. Por tanto, se incluye la necesidad de contratar una cobertura de tipos de interés con los bancos financiadores, indicando: porcentaje del nominal que se cubre, plazo y *spread* mínimo previamente discutido (folio 6390). En términos similares se pronuncia SABADELL (folio 3870).

Dentro de las fases de negociación, cabe diferenciar entre (i) la obtención del

cap, del *floor* y del tipo fijo *swap*, (ii) la explicación de las similitudes/diferencias en las cotizaciones del *floor* y del tipo fijo *swap* por las entidades, y (iii) el cierre de la operación y coordinación del tipo.

(i) ***Obtención del cap, del floor y del tipo fijo swap***

Las entidades incoadas coinciden en señalar que, así como el *cap* se fija inicialmente en el “Caso Base”, con antelación por tanto al cierre de la operación, la fijación del *floor* se produce en el momento de la contratación del derivado y cierre de la operación, que se lleva a cabo en una notaría con presencia física del cliente y telefónica de los bancos.

CAIXABANK ha explicado que el nivel del *cap* lo establece el cliente (folio 40553) y el tipo *floor* se determina en el momento de contratación del derivado, en el que las entidades cotizan dicho tipo de acuerdo con las condiciones de mercado (folios 3215 y 40533) y aplican un margen (folio 40533). En un documento interno aportado por CAIXABANK se describe un complejo proceso para la obtención del *floor*²² en el que se capturan datos primarios (datos de mercado) a través de Reuters; se generan datos secundarios en calculadoras de elaboración propia y en la aplicación de gestión utilizada por la entidad; se calculan las volatilidades implícitas a aplicar al *cap* o *floor* mediante la aplicación de gestión de la entidad y se obtiene el precio, utilizando el método Black-Scholes. Además, la entidad podrá realizar los ajustes que considere oportunos al precio obtenido. Según la entidad, *“El Tipo Floor se determina, por necesidades y realidad de mercado, en el mismo momento de firma de la operación de financiación. [...] el Banco Agente actualiza el precio de la operación de cobertura, en este supuesto el Tipo Floor. Cada entidad, a través de su Departamento de Tesorería-Clientes comprueban internamente el Tipo Floor cotizado por el Banco Agente y otorga su conformidad con el mismo por ser un precio de mercado al que la entidad está dispuesta a contratar”*²³. CAIXABANK ha explicado por qué el tipo *floor* ha de fijarse en el mismo momento del cierre de la operación: *“Debe hacerse notar que los tipos de mercado son extremadamente volátiles, por lo que, una vez “negociadas” las condiciones a que se cerrará el instrumento de cobertura, se produce una comprobación final de las condiciones del mercado, a los efectos de comprobar que las condiciones económicas negociadas no hayan quedado invalidadas por los últimos movimientos del mercado”* (folios 3209 y 3212) (subrayado propio).

Por su parte, **SABADELL** señala que, generalmente, el cliente quiere cerrar un solo precio con todos los bancos, de modo que éstos deben saber si un precio único es viable para cada uno de ellos o no y acordar el plazo y los importes finalmente cubiertos. Según SABADELL, la fijación del *floor* se negocia con el cliente determinándose las posibilidades de contratación en virtud de **márgenes** negociados (folio 3872). La entidad explica que con un *collar* se obtienen unos

²² Documento “Política de Mejor Ejecución de Órdenes”, Anexo 6.2, apartado “Opciones OTC Plain Vanilla sobre tipos de Interés (Caps & Floors) y Swaptions Europeos” (folios 3702-3707).

²³ Al ser preguntada por el momento de fijación del Floor, la entidad afirma que “todos los bancos refrescan el precio (Floor) en abierto”, esto es, durante la conversación telefónica (folios 3215 y 3216).

niveles mínimos y máximos de costes de financiación que pueden ser modificados a petición del comprador (folio 21998). La entidad no ha señalado la metodología concreta que emplea para calcular el *floor* ni el tipo fijo en caso de *swap*, si bien ha aportado una explicación genérica de la determinación del precio de ejecución o *strike* de la opción: *“Para determinar el strike lo primero es determinar el coste de la prima (para ello, uno de los instrumentos empleados es la fórmula black&scholes [...]) A ello se une que en todas las operaciones de financiación se incluye un margen (diferencial al tipo de interés Euribor). Así por ejemplo, en la página 28 del Term Sheet enviado a CYL se informaba de que “el diferencial del derivado será de [25 pbs²⁴]”. Estos 25 puntos básicos comprenden costes que soporta el Banco, tales como: riesgo de crédito [...]) Además, como hemos dicho, el Banco tiene necesariamente en cuenta el coste del derivado espejo de riesgo inverso que va a contratar de forma paralela al cierre de la operación [...]) Posteriormente, una vez obtenida esta cifra, debe consensuarse con el resto de Bancos que participan en la operación el porcentaje para hacer una única oferta. [...]) Por último, este margen pactado en el cliente sólo tiene carácter orientativo, de forma que el porcentaje final del floor debe pactarse con el cliente”* (folios 41780-41781).

SANTANDER señala que el nivel del *floor* en caso de un *collar* o del tipo fijo en caso de *swap*, puede desglosarse en dos componentes principales. Por un lado, el *spread* de crédito o diferencial de crédito, diferencial sobre el tipo de interés aplicable, que depende de una serie de variables, pudiendo pactarse en el *Term Sheet*, o en una carta de cobertura (*“Hedging Letter”*). Por otro, el tipo de interés teórico aplicable, que es el valor de mercado o *“mid market”* (precio medio) de la curva Euribor que corresponde al momento exacto del cierre. El valor depende enteramente del mercado y únicamente puede conocerse al momento del cierre, por parte de las mesas de trading de los bancos de cobertura. De acuerdo con SANTANDER, *“En el caso de un Collar Prima Cero el floor debe cotizarse teniendo en cuenta la siguiente fórmula: Prima del Floor = Prima del cap + Valor presente del diferencial de crédito del derivado. Es decir, el nivel del floor debe situarse en un punto tal que la prima por la venta de dicho floor neutralice, para el cliente, la prima por la compra del cap, incluyendo el diferencial de crédito pactado. [...]) las partes llegan al momento del cierre conociendo únicamente cuál es el diferencial de crédito aplicable y el nivel del cap [...]. En ese momento, cada entidad obtendrá la cotización para el floor aplicable de su mesa de trading. Para ello, la mesa de trading llevará a cabo el siguiente proceso: Determinación del valor de la prima del cap pactado [...], al valor de mercado de la prima del cap debe añadirse el valor presente del diferencial de crédito pactado con el cliente. [...]) habrá, por tanto, que solicitar al mercado un nivel de floor tal que el valor presente de su prima sea igual a [valor de mercado de la prima del cap + el valor presente del diferencial de crédito pactado con el cliente]”* (folios 41657 y 41658). Tal y como reconoce el propio banco, cada mesa de trading puede obtener una cotización ligeramente diferente en función del volumen de negociación de cada entidad que lo solicita, las posiciones contra las que se puede compensar el producto de cobertura, la calidad crediticia, etc. (folios 41655 a 41656).

²⁴ PBS es la abreviatura de puntos básicos. 100 puntos básicos equivalen a 1%.

SANTANDER afirma que el cliente tiene la última palabra a la hora de aceptar o no la cotización ofrecida por los bancos, pudiendo pedir un aplazamiento del cierre, una renegociación o rechazar la operación (folio 41663).

Respecto a la metodología de obtención del *floor*, SANTANDER explica que se valora como una cartera de opciones europeas individuales por la fórmula *Black76*. En la determinación de sus valores se habrá de tener en cuenta la curva de tipos de interés (construida a partir de datos de mercado obtenidos en general de Reuters e ICAP) y la volatilidad asociada a esas opciones, ya que la valoración varía a lo largo del día (las volatilidades se obtienen a partir de precios de mercado de opciones *cap* y *floor* de ICAP, se contrastan con otras fuentes y se determinan mediante el sistema Murex) (folios 7973 a 7983).

Según la entidad, en casos de derivados sindicados se ha de preparar el cierre con antelación. Según SANTANDER esto supone que, de cara al cierre, las cotizaciones deben de estar en línea para las entidades que proporcionan la cobertura y para el cliente. La entidad señala que *“esto no supone, en absoluto, que deba decidirse la cotización con antelación. Nada más lejos de la realidad (es más, esta estrategia podría ir en detrimento del cliente y de las entidades de cobertura (...)). Lo que quiere decir es que todas las partes del derivado deben estar cotizando exactamente el mismo producto, en las mismas condiciones, con el mismo diferencial de crédito y en relación con el mismo Caso Base”*. Durante la preparación del cierre, el Banco Agente recopilará las cotizaciones orientativas de las distintas acreditantes, detectará posibles errores en las cotizaciones (asegurándose que todas están en línea) e informará al cliente. En el momento del cierre, tal y como se verá más adelante, las entidades de cobertura se conectarán a una teleconferencia para obtener la cotización sobre la cual se formulará la oferta al cliente, neutralizando las pequeñas diferencias que puedan existir entre ellas, con vistas a realizar una única oferta de cobertura al cliente. Esto puede hacerse antes de que el cliente se conecte a la teleconferencia, o con el propio cliente presente. Si éste no lo estuviera, una vez se conecte, los bancos volverán a comprobar las cotizaciones. Si el nivel acordado sigue siendo aceptable, se comunicará al cliente. Éste comprobará la cotización, pudiendo o no aceptarla. En caso de aceptación, tras el cierre, se procederá a la plasmación documental de la operación en las confirmaciones que el cliente suscribirá con cada banco (folios 41657 a 41658).

Finalmente, **BBVA** ha explicado que, con carácter previo a la contratación telefónica de cada derivado de cobertura, el Banco Agente y el resto de entidades financieras comparten las simulaciones de precios de la estructura de cobertura previamente elegida por el cliente con el fin de que cada entidad de forma individual estime si considera de interés participar en la operación en unos niveles que permitan la viabilidad de cada proyecto (folio 21993). La entidad no ha aportado una explicación de la metodología concreta que emplea para calcular el *floor* o el tipo fijo en caso de *swap*.

(ii) ***Explicación de las similitudes/diferencias en las cotizaciones del floor y del tipo fijo swap por las entidades***

CAIXABANK ha afirmado que cada uno de los bancos que otorga la cobertura “maneja su propia información de valor de mercado que difiere, con ligeras variaciones, de la del resto de participantes, dado que se trata de valoraciones de mercado (a condiciones que no establecen las propias entidades, sino el mercado) donde no es habitual que unas y otras coincidan al número, más aun tratándose, en el caso de las Operaciones de Referencia, de productos que incorporan volatilidad —opciones de tipo de interés— moviéndose dentro de unas diferencias razonables” (folio 3210, énfasis añadido). La entidad ha afirmado también que cada entidad tiene sus propios procedimientos y criterios de valoración y cotización de precios (folio 40546).

SANTANDER, por su parte, señala que, dado que las cotizaciones de los derivados se producen en un mercado no organizado, pueden existir pequeñas diferencias (de entre 1 y 3 puntos básicos, normalmente) en el valor de mercado obtenido por cada entidad. Las acreditantes coordinan el nivel del *floor* o del tipo fijo para neutralizar las pequeñas diferencias de cotización causadas por la distinta liquidez de sus mesas de cotización ajustándose, normalmente, al tipo marginal. En ese momento, cada acreditante obtendrá la cotización del tipo fijo, al que se añadirá el diferencial o *spread* pactado. La existencia de disparidades muy significativas (que la entidad sitúa en superiores, por ejemplo, a 5 puntos básicos) entre las cotizaciones obtenidas por los diferentes acreditantes no pueden justificarse por el uso de distintas mesas de trading, sino que se debe a que alguna de las entidades está cotizando un producto diferente (en términos de plazo, calendario de amortización, etc.) (folios 41656 a 41659).

BBVA ha explicado a este respecto que el precio de mercado del derivado corresponde más bien a un intervalo en función de la valoración de trading, quien finalmente ofrecerá un nivel “*firme*” para cerrar la operación teniendo en cuenta su propia experiencia. La entidad afirma que es muy posible que distintas entidades coticen precios algo distintos para derivados financieros sin cotización directa en el mercado debido a la aplicación de supuestos o metodologías distintas. Así, BBVA concluye que el proceso de obtención del precio de mercado del derivado depende de cada *trader* individual, que podrá dar un precio distinto y no se puede definir como una metodología matemática (folios 6968-6969).

En línea con las anteriores manifestaciones del resto de entidades, la explicación de **SABADELL** sobre la necesidad de los bancos de coordinarse para fijar un *floor* único implica, por consiguiente, que las cotizaciones de los bancos sobre el nivel del *floor* difieren entre sí (folios 24555-24571).

Por tanto, de las explicaciones aportadas por las entidades se puede concluir que cada una cuenta con un método distinto de valoración del derivado, lo que explicaría las distintas cotizaciones del *floor* ofrecidas por cada una de ellas en el momento del cierre de la operación.

(iii) ***Cierre de la operación y coordinación del tipo***

Tal y como han explicado las entidades incoadas y según la documentación aportada, el cierre de la operación tiene lugar durante una conferencia telefónica en la que participan todos los bancos del sindicato y el cliente, éste desde una notaría. En general, la conferencia comienza con una breve presentación de los intervinientes y el Banco Agente procede a leer los términos de la operación acordados hasta el momento (importe nominal, participación de cada entidad, fecha de inicio y vencimiento, el tipo de interés fijado para el *cap*, etc.). La única variable que queda pendiente de fijar es el tipo de interés del *floor* o el tipo fijo, que se determinaría según los procedimientos explicados anteriormente.

No obstante, con anterioridad al momento del cierre telefónico con el cliente, las entidades acreedoras se comunican las respectivas cotizaciones del *floor* o del tipo fijo, en general por correo electrónico o teléfono y acuerdan la cotización que darán al cliente posteriormente.

SABADELL explica que cuando la operación tiene ya los términos y condiciones negociados y fijados de forma definitiva, el Banco Agente reúne en una *conference call* a los bancos participantes en el sindicato y al cliente. El Banco Agente cotiza el nivel del *floor* y pide su conformidad a todos (folio 23345). La entidad justifica esta coordinación entre los bancos porque éstos están interesados en controlar el nivel del *floor* de los derivados ofrecidos por cada uno de ellos (folio 24560) debido al sistema de garantías que acompaña este tipo de contratos, según el cual cada banco cobra en proporción a su participación en la financiación y en el derivado (folios 24559-24561), considerándose ambos como una única operación (folio 24564). Según la entidad, la ausencia de un único *floor* o tipo fijo fijado por todas las entidades implicaría liquidaciones no proporcionales entre bancos, incentivos a ofrecer tipos *floor* o fijos más elevados, incumplimiento en algunos de los derivados e inestabilidad e incertidumbre en los flujos de caja (folios 24560-24561); y todo ello desmotivaría a los bancos a participar en la operación (folio 24564). Asimismo, **SABADELL** afirma que el acuerdo sobre el nivel del *floor* permite mejorar la producción y distribución de los servicios de financiación (folio 24567) y no afecta a la competencia fuera de estas operaciones (folio 24570).

Según **SANTANDER**, el Banco Agente recibe con antelación al cierre las cotizaciones orientativas de las entidades del sindicato y en el momento del cierre, las entidades acreedoras se conectarán a una teleconferencia para obtener cada una la cotización del tipo fijo o del *floor*, sobre la que aplicarán el *spread* y se ajustarán todas al tipo más alto ofrecido. Esta cotización se presentará luego como una oferta única al cliente, el cual la puede aceptar o rechazar. **SANTANDER** explica esta coordinación por tratarse de una operación de cobertura sindicada, en la que las garantías son las mismas que las de la financiación, existiendo un interés por parte de los bancos en que el nivel de *floor* o el tipo fijo se sitúen en el mismo nivel para todas las entidades ya que con ello se mantiene la proporcionalidad entre los bancos en las liquidaciones periódicas y en caso de vencimiento y en los derechos de voto de los bancos del sindicato (folios 41659-41660). En caso de que la fijación del *floor* o del tipo fijo fuera

bilateral entre el cliente y cada banco, SANTANDER afirma que existiría un claro incentivo de los bancos a fijar el nivel más elevado que el resto de entidades (folio 41688). En cuanto al ajuste de las cotizaciones al alza (eligiendo la más alta de las ofrecidas por los bancos) esto se debe, según SANTANDER, a que, de no hacerse así sino alineándose los bancos a la más baja, el banco con la mayor cotización tendría que sacrificar parte o todo su *spread* para acceder a la operación. Según la entidad, ocurre lo mismo con la fijación del tipo de interés del préstamo sindicado (folio 41661). Asimismo, SANTANDER explica que, con un derivado sindicado, los bancos no tienen incentivos a ofrecer un precio más competitivo ya que no podrán acceder a una mayor proporción de la cobertura (folio 41666).

Según CAIXABANK, una vez que las entidades dan su conformidad al *floor* cotizado por el Agente (previa cotización de acuerdo con sus respectivos procedimientos), el cliente chequea el “*Tipo Floor*” cotizado y da su conformidad (folio 3209). Según la entidad, el único elemento que queda por determinar el día de la firma del contrato es el tipo fijo o el *floor* (folio 40546), que los bancos negocian conjuntamente y con el cliente (folio 40559). La entidad explica que sólo si los términos de la cobertura son iguales para todas las entidades, las operaciones podrán proporcionar una cobertura efectiva y estabilizar los costes financieros, teniendo implicaciones también en términos de los derechos de voto, la constitución de prendas y las garantías, que deberán regirse según los principios de paridad y proporcionalidad, por lo tanto, el acuerdo relativo al tipo *floor* debe valorarse conjuntamente con la operación de financiación (folios 40550 y 40557). De no ser así, los bancos implicados podrían no estar interesados en seguir con la operación (folio 40559).

f. Definición de valor razonable del derivado (o “fair value”)

CAIXABANK señala que este valor se conforma por dos factores principales: (i) la cotización de mercado y (ii) la existencia de un “margen” o “margen bruto” (ponderación del coste, riesgo y previsión de beneficio) propio de todo negocio oneroso (folio 3212).

La entidad afirma que no es posible reconstruir paso a paso el valor de mercado de las operaciones celebradas con Grupo VAPAT en el momento de su contratación, debido a que no se almacena toda la información de mercado analizada para fijar el valor para cada operación (folio 3214). CAIXABANK adjunta el valor razonable estimado de cada derivado contratado con la denunciante en la fecha de contratación (folio confidencial 3815).

Según SABADELL, la mejor forma de establecer el valor razonable de las operaciones de referencia es el precio al que el banco podía comprar el derivado espejo. La entidad aporta el valor del *collar* estimado en cada una de las operaciones del Grupo VAPAT (folios confidenciales 23344 y 23355).

De acuerdo con SANTANDER, valor razonable, “precio medio de mercado” o “mid market”, es “*un precio teórico que se forma mediante la media del precio bid (precio unitario máximo que se recibiría en una venta) y el precio ask (precio unitario mínimo que se tendría que pagar en una compra), sin que ello indique*

que una operación pueda llegar a ejecutarse a dicho hipotético precio medio. Para el caso del collar a prima cero, el cálculo sería observar el precio medio de mercado del día de la compra del cap por parte del cliente y restarle el precio medio de mercado de la venta del Floor por parte del cliente” (folio 7969). Respecto a las operaciones celebradas con el Grupo VAPAT, SANTANDER aporta el valor razonable estimado el día de contratación de las operaciones, en función de los niveles de tipos existentes entonces (folios 7970 y 7971 y folios confidenciales 4901-4902).

Finalmente, BBVA define el valor razonable de un activo o pasivo financiero en una fecha dada como el importe por el que podría ser entregado o liquidado, respectivamente, en esa fecha entre dos partes, independientes y expertas en la materia, que actuaran libre y prudentemente, en condiciones de mercado (folio 21979).

La entidad explica que el valor razonable de un derivado depende de su valor “mid-market”, del riesgo de crédito asumido y de otros costes y cargas. Según la entidad, en el momento de la contratación de un derivado, el precio final ofrecido para cerrar una operación se cotiza con un *spread* o diferencial sobre el precio de mercado, que compense dicho riesgo de crédito y los otros costes y cargas que involucra la actividad de derivados con clientes. En caso contrario, el valor razonable sería, para el banco, negativo (folios 21979 y 6969).

Estiman que el valor razonable del derivado en el momento de la contratación sea cero (folio 21981). Según BBVA, las operaciones en sistemas se valoran a precio “mid” teórico, que puede variar notablemente respecto de los cotizados en otros momentos del día. La entidad no conserva los datos de mercado que se emplean para llegar a valoraciones “mid” teóricas en cada instante del mercado, por lo que no puede aportar ese valor en el momento en que se contrató. Lo más aproximado que la entidad se ofrece a aportar es una valoración “mid” teórica sobre la base de unos datos históricos de cierre del día (no del momento de contratación) de la fuente de datos Bloomberg (folios 21981-21982).

BBVA añade que no puede dar una metodología para calcular el valor razonable de las operaciones porque (folio 6967):

- a. *“un valor de mercado es un valor al que un trader estaría dispuesto a operar en función de los datos de mercados reales a los que tenga acceso (no todos los trader acceden a los mismos precios) y los costes que estime de la gestión del riesgo que esa operación puede generar (hay traders más agresivos y más conservadores)”,*
- b. *“la metodología matemática comúnmente aceptada se basa en simplificaciones de la realidad que el trader interpreta en función de su experiencia e información”;*
- c. *“la determinación del valor razonable según ellos no es resultado de aplicar una metodología, sino de ofrecer la posición de BBVA en ese derivado a otras contrapartidas para comprobar el precio que estarían dispuestas a pagar/cobrar por asumir la posición de BBVA”.*

Según BBVA, si el derivado no cotiza en el mercado (como en los casos analizados de productos OTC) su precio se construye partiendo de otros instrumentos relacionados que sí coticen, mediante un modelo matemático. Esto ayudaría a explicar, según BBVA, que distintas entidades financieras coticen precios *mid market* teóricos distintos para derivados sin cotización directa en el mercado. Teniendo esto en cuenta, la mesa de trading de la entidad calcula un precio de mercado del derivado OTC que es diferente del *mid-market* teórico, de hecho, es más bien un “intervalo” estimado por la mesa en función de la valoración de ésta sobre el precio *mid* teórico y su propio criterio y experiencia y será la que finalmente ofrezca un precio firme para cerrar la operación (folios 6967-6969).

Por su parte, el informe pericial aportado por VAPAT²⁵ afirma que el cálculo del valor razonable permitiría saber si el precio de la transacción fue de mercado (si son iguales) o si hubo comisiones implícitas (folio 7391). El mencionado informe afirma que, si el *collar* está equilibrado al inicio, en el momento de contratación, su valor será próximo a cero porque la prima que el cliente debería pagar por el *cap* se compensa con la prima que debería recibir por el *floor*.

g. Definición de margen y spread

La DC solicitó a las entidades una definición de estos conceptos, al haber sido encontrados en numerosos documentos que hacen referencia a los derivados asociados a los préstamos sindicados utilizados de forma diferente. Las entidades preguntadas han aportado definiciones no homogéneas, y en algunas ocasiones contradictorias, en la medida en que asocian la misma definición para dos conceptos distintos, o usan indistintamente las dos denominaciones para designar el mismo concepto.

Según CAIXABANK, el margen que compone el valor razonable del derivado es la diferencia entre el precio pactado con el cliente (en este caso el tipo de interés fijado para el *floor*) y el precio teórico de mercado que cotiza la entidad y que es el precio al que cada entidad consigue cubrir en mercado la posición de riesgo de tipo de interés adoptada en la operación contratada con el cliente considerando las características particulares de la operación (como el notional de la operación, el calendario de liquidaciones, fijaciones, vencimientos, etc.) (folios 3212). Este margen no será exactamente el mismo para cada entidad, varía en función de la estructura de costes, la forma de analizar los datos económicos, los datos de mercado que captura, la metodología de valoración, la calidad crediticia de la propia entidad, actuación de mercado y política de conformación de precios, su política de riesgos, los costes operativos y de infraestructura que asume, etc. (folios 3212 y 3214).

Sin embargo, CAIXABANK añade que “[...] la práctica demuestra que, si bien el margen que obtiene cada entidad se alcanza de forma independiente y es, por tanto, diferente, las cotizaciones, es decir, los precios que se ofrecen a los clientes en la contratación de productos maduros, como es el caso de collar de

²⁵ Informe P. Lamothe, (folios 7386-4419), formulado por encargo de VAPAT, mencionado en apartado IV.3 de esta resolución.

tipo de interés, están habitualmente dentro de una horquilla de valoraciones muy próximas, por tratarse de un mercado global y profundo, en donde participan numerosos agentes (entidades, brokers, etc.), con fuentes externas de validación de precios y, en definitiva, donde existe competencia de carácter global entre entidades. Cabe destacar en este sentido que una de las razones que pueden motivar la oscilación de precios, es el momento del día en que se realiza la cotización del tipo de interés, de manera que, a final del día, se obtiene un rango máximo y mínimo, dentro del cual se han podido contratar operaciones a distintos precios” (folio 3212) (subrayado propio).

El “margen bruto” incluye tres componentes: i) el pago de los riesgos asumidos (en función del riesgo de crédito atribuido a cada cliente, la existencia de garantías etc.), ii) los costes asociados a la operación (costes operativos, de liquidez, de capital...) iii) el “margen comercial”. Este último obedece a un criterio estrictamente de negocio y solamente existe en la medida en que el precio al que el cliente contrata excede los elementos i) y ii) (folio 3213).

Según CAIXABANK, el beneficio que obtiene la entidad a través de este margen es independiente de que se active el derivado y del beneficio o pérdida que esto le pueda ocasionar al cliente como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, es decir, CAIXABANK seguirá obteniendo el mismo beneficio por este concepto en cualquier caso (folio 3213).

En concreto, los márgenes de los contratos de derivados suscritos con la denunciante fueron los siguientes: BAJOZ Eólica S.L. [CONFIDENCIAL], HORNIJA Eólica S.L. [CONFIDENCIAL], ESQUILVENT S.L. [CONFIDENCIAL] y CYL ENERGÍA Eólica S.L.U. [CONFIDENCIAL] (folio confidencial 6977).

Por su parte, SABADELL explica que existe un margen bruto de costes para el banco que se negocia con el cliente y que en ocasiones viene reflejado de manera orientativa en el *Term Sheet* (por ejemplo, 25 puntos básicos) y se contiene en las propias condiciones del *collar* (folio 21998). Por ejemplo, los márgenes para las operaciones de referencia según SABADELL fueron [CONFIDENCIAL] en el caso de BAJOZ, HORNIJA y ESQUILVENT y de [CONFIDENCIAL] en caso de CYL (folio confidencial 3880).

SABADELL aporta unas actas de aprobación de las operaciones con la denunciante que contienen unas tablas en las que se recogen para cada una de las operaciones “Comisiones” y “Ganancia” (folios confidenciales 22009, 22021, 22035 y 22047).

SANTANDER explica que aplica un margen a sus contratos de derivados, como la diferencia bruta entre el precio pactado con el cliente y un hipotético precio entre contrapartidas de mercado en el momento de la ejecución de la operación (el término se utiliza como sinónimo de ingreso bruto). Este margen sirve, según la entidad, para cubrir los costes propios de esta actividad financiera (como provisiones, costes generales de estructura, de recursos humanos, operativos, técnicos, etc.). Se determina por la entidad caso por caso, no existiendo, por tanto, una fórmula exacta para su determinación (en función de las características del cliente, de su solvencia, nivel de endeudamiento, garantías ofrecidas en la financiación, importe nominal y calendario de la cobertura, así

como muy especialmente de las características específicas de los mercados financieros en el momento concreto en el que se cierra la operación) (folio 7968)²⁶.

BBVA define diferencial o margen como el importe o porcentaje cierto que incrementa un índice de referencia determinado utilizado en un producto (por ejemplo, Euribor + un diferencial de X) (folio 21978). Según la entidad, en las operaciones del Grupo VAPAT, el diferencial era cero. También según la entidad, un contrato con un diferencial cero implicaría necesariamente la ausencia de margen a cargo del cliente que lo contrata (folio 21980).

CAIXABANK define los conceptos *spread* o diferencial como la adición de un porcentaje al índice de referencia variable sobre el que versa el contrato (por ejemplo, EURIBOR + X%) y que generalmente tienen como finalidad que las liquidaciones de derivado coincidan exactamente con las de la financiación (que incorporan índice de referencia variable más un margen pactado para la financiación), pero su efecto es neutro en la medida en que el mismo porcentaje se adiciona sobre el tipo de interés fijado para el *swap*, el tipo fijado para el *cap* o el tipo fijado para el *floor*, según el producto de que se trate. En las Operaciones del denunciante no existe *spread* o diferencial sobre el tipo de interés variable de referencia, lo que según la entidad es habitual en la contratación con profesionales (folio 3214).

Por su parte, SABADELL explica que todos los bancos incluyen un diferencial al tipo de interés de referencia en las operaciones financieras (préstamos, coberturas, etc.). Es un diferencial que obtiene el banco y se corresponde con ciertos costes que debe soportar el banco (**folios confidenciales 23341, 23352 y 4393**).

SANTANDER, en un primer momento, define este concepto como el diferencial del tipo de interés aplicable sobre el índice de referencia (por ejemplo, EURIBOR) (folio 7969) e indica que las operaciones de la denunciante no llevaban ningún *spread* o diferencial (folio 7971). Sin embargo, en posteriores escritos, SANTANDER reconoce que el tipo *floor* o el tipo fijo en caso de *swap* se obtiene sumando al tipo teórico aplicable, el *spread* o diferencial, asimilándolo al diferencial aplicable al Euribor en el crédito senior y cuyo objeto es remunerar al banco para alcanzar una rentabilidad objetivo (folios 41655 a 41656).

Por otra parte, el término *spread*, según BBVA, puede tener varias acepciones, pudiendo ser entendido como el importe o porcentaje en el que difieren dos valores entre sí (folio 21978). BBVA afirma que aplica un *spread* como porcentaje sobre el precio de mercado. Dicho *spread* se aplica considerando los riesgos y costes de la plataforma tecnológica y humana que se asumen por contratar la operación de derivado con el cliente y para intentar que se cumpla con la ecuación beneficio/riesgo que debe regir la práctica bancaria (que no siempre ocurre, por movimientos de mercado). La existencia de *spread* respecto al tipo

²⁶ En la documentación aportada por la entidad se encuentran unos correos electrónicos internos en los que se plasman las características del producto así como el "beneficio" de cada operación: HORNIJA: Beneficio: [CONFIDENCIAL] (folio confidencial 5166), BAJOZ: Beneficio: [CONFIDENCIAL] (folio confidencial 5158), ESQUILVENT: Beneficio: [CONFIDENCIAL] (folio confidencial 5162).

de mercado sería compatible tanto con un contrato a coste cero como con un contrato con diferencial cero (folio 21980). El *spread* de las operaciones analizadas, según la entidad, no se puede determinar ahora, al no conservar la entidad el precio tenido en cuenta por el *trader* en el momento de fijar el valor de mercado. Al citado precio, en su día, se le incrementaría el *spread* pactado con el cliente en cada una de las operaciones (folio 21982). La entidad explica que podrían darse situaciones en las que se pactaran y aplicaran márgenes a las operaciones pese a que el coste y/o el *spread* fueran cero (folio 21980).

2. La regulación de los derivados financieros en los documentos formalizados por las entidades incoadas.

Tal y como se ha señalado con anterioridad, la cobertura de un préstamo sindicado está regulada en diversos documentos, destacando el *Term Sheet*, el contrato de financiación, el CMOF y las confirmaciones²⁷.

Por lo que se refiere a los primeros, Grupo VAPAT ha aportado varios borradores de *Term Sheet* que, si bien no llegaron a dar lugar a un documento definitivo, recogían algunos aspectos del contrato de derivados. Según información que obra en el expediente, en el documento Condiciones Básicas de Financiación de 2009 de la operación Parque Eólico de San Lorenzo²⁸, filial de VAPAT, se contemplaba entre las obligaciones de la acreditada que *“La cobertura deberá ser contratada con los Bancos Aseguradores, siempre y cuando estos presenten una oferta en términos y productos que se encuentren en condiciones de mercado. Al efecto de que se pueda realizar una comparación de mercado, se ha pactado un spread de crédito con la Acreditada al respecto de 30 p.b.”* (folio 7283). El *Term Sheet* de 2009 referido a la operación HORNIJA recoge en el apartado de Obligaciones de la Acreditada que *“El instrumento de cobertura a contratar deberá ser consensuado junto con las entidades Acreditantes de forma que el mismo, sea a satisfacción de ellas (i.e: IRS²⁹, Collar...)... El Spread aplicable a la estrategia de tipos a definir, será de 25 pb sobre el tipo aplicable a dicho producto de cobertura sin margen de mercado. Cada Entidad Acreditante, cerrará su parte equivalente de la cobertura en función del porcentaje de Deuda asumido (la parte equivalente al ICO será repartido a prorrata entre el resto de Entidades Acreditantes)”* (folio 7258).

El documento de la Operación CYL³⁰ recoge que *“Las Acreditadas deberán suscribir un contrato de cobertura de tipo de interés con los Bancos Estructuradores por al menos, el 75% del importe del préstamo y por un plazo mínimo equivalente a la vida media el préstamo. La cobertura se deberá contratar con los Bancos Estructuradores y ser elevado a público ante Notario*

²⁷ El contrato de garantías o «Intercreditor Agreement» es aplicable también a la cobertura, tal y como se ha señalado con anterioridad.

²⁸ En esta operación la cobertura la llevó a cabo únicamente SABADELL.

²⁹ IRS hace referencia a Interest Rate Swap, o Swap de tipos de interés.

³⁰ El “*Term Sheet*” de CYL incluía también la operación de BRULLES EÓLICA, S.L.U., que finalmente no llegó a llevarse a cabo.

Público, en la fecha de firma de los Documentos de Financiación. El spread del derivado será de [25 pbs]" (folio 7323).

Los contratos de financiación también recogen algunos elementos generales relacionados con los derivados financieros. La DC, a efectos de facilitar la lectura del Pliego de Concreción de Hechos, tomó como ejemplo el contrato de préstamo sindicado de la operación de ESQUILVENT, indicando, en notas a pie de página, los folios de los contratos de préstamos sindicados con otras empresas, incluidas las ajenas al Grupo VAPAT, donde figuran las cláusulas que a continuación se recogen:

(1) Obligación de contratar un instrumento de cobertura del tipo de interés. Contenida en la estipulación 4.2.1 del contrato (folios 2692-2693)³¹:

- a. "4.2 Condiciones para la disposición del Crédito
- b. 4.2.1 La Acreditada no estará facultada para solicitar Disposición alguna con cargo al presente Crédito, ni los Acreditantes estarán obligados a entregar a la Acreditada cantidad alguna con cargo al presente Crédito, en cumplimiento de lo establecido en el presente Contrato, hasta la comprobación satisfactoria por parte del Agente, del cumplimiento previo de las siguientes condiciones:
- c. [...]
- d. (k) Suscripción, en la fecha de firma del presente Contrato, de las correspondientes operaciones de cobertura bajo los Contratos de Cobertura de Riesgo de Tipo de Interés de conformidad con lo previsto en el apartado 16.2.4.5 siguiente y las respectivas confirmaciones."
- e. Esta obligación también viene recogida en la estipulación 16.2.4.5 del mismo contrato (folios 2727-2728):
- f. "[...] la Acreditada se obliga a contratar y elevar a público ante Notario Público, en condiciones de mercado, con el/los Proveedor/es del Derivado un derivado financiero [...]"

(2) Obligación de contratar los instrumentos de cobertura con los

³¹ En el contrato de Renovalia Energy, S.A. (Desarrollos Manchegos, Energías Alternativas Castilla La Mancha y Energías Renovables del Duero (**folios confidenciales 8120 a 8121 y 8142**); en el contrato de Renovalia Solar, S.L. (**folios confidenciales 10052 a 10053**); en el contrato de Renovalia Solar 2, S.L.U., (folio confidencial 12620); en el contrato de Renovalia Solar 3, S.L.U. (**folios confidenciales 14287 y 14313**); en el contrato de Ecoparc del Besòs, S.A (**folio confidencial 16658**); en el contrato de Africana Energía, S.L. (**folio confidencial 19551**); en el contrato de la Diputación Foral de Álava (**folio confidencial 17385**); en el contrato Fenosa WIND, S.L. (**folios confidenciales 16983 y 17013**); en el contrato de Ibereólica, S.L (**folios confidenciales 18753 y 18852**); en el contrato de Parc Eòlic Mudefer, S.L. (**folio confidencial 1537**); en el contrato de Palex Medical, S.A. (**folio confidencial 15995**); en el contrato Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concessionaria da Xunta de Galicia, S.A. (**folio confidencial 15363**); en el contrato Sol Meliá, S.A. (**folio confidencial 16540**); en el contrato Roca Sanitario, S.A. (**folio confidencial 17953**); en el contrato de novación de Roca Sanitario, S.A. (**folio confidencial 18623**); en el contrato de Termosolar Borges, S.L. (**folio confidencial 25325**); en el contrato de Clínicas del Sur, S.L.U. (**folio confidencial 26548**); en el contrato de novación de Clínicas del Sur, S.L.U. (**folio confidencial 26873**); en el contrato Reygal Urbis, S.A. (**folios confidenciales 24767 y 24806**).

mismos acreedores del préstamo. En la estipulación primera del contrato de la operación de ESQUILVENT puede leerse:

- g. “Acreditantes: BANCO SABADELL, ICO, BBVA, BANESTO, LA CAIXA y aquellas entidades a quienes transmitan su respectiva posición contractual en el presente Contrato de Crédito de conformidad con la Estipulación 19.2” (folio 2671).
- h. “Proveedores del Derivado: BANCO SABADELL, BANESTO, BBVA y LA CAIXA en su calidad de proveedores de cobertura en los Contratos de Cobertura de Riesgos de Tipos de Interés y aquellas entidades a quienes transmitan su posición contractual en los mismos” (folio 2685)³².

(3) Contratación de un instrumento de cobertura, de forma independiente, con cada entidad proveedora. En el Expositivo VII del contrato de la operación de ESQUILVENT (folios 2668-2669) consta:

- i. “[...] los Proveedores del Derivado han formalizado con la Acreditada, sendos contratos marco de operaciones financieras (“CMOF”), sobre la base del modelo aprobado por la Asociación Española de la Banca (AEB), con sus caracteres propios de autonomía e independencia”³³(subrayado propio).

(4) Contratación de los derivados financieros “en condiciones de mercado”. Esta condición queda recogida en la estipulación 16.2.4.5 del

³² Esta obligación también se encuentra en los siguientes contratos: En el contrato de la empresa Renovalia Energy, S.A. para el proyecto Desarrollos Manchegos, Energías Alternativas Castilla La Mancha y Energías Renovables del Duero (**folio confidencial 8121 en relación con el folio confidencial 8130**); en el contrato Renovalia Solar, S.L. (**folios confidenciales 10007 y 10008 en relación con folio confidencial 10017**); en el contrato de Renovalia Solar 2, S.L. (**folios confidenciales 112569 y 12570 en relación con folio confidencial 12581**); en el contrato de Ecoparc del Besòs, S.A. (**folios confidenciales 16608 a 16609 y 16658**); en el contrato de Africana Energía, S.L. (**folios confidenciales 19519 a 19520**); en el contrato Fenosa WIND, S.L. (**folios confidenciales 16982 a 16983 en relación con el folio confidencial 16990**); en el contrato Ibereólica, S.L. (**folio confidencial 18753**); en el contrato Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concesionaria da Xunta de Galicia, S.A. (**folio confidencial 15292 en relación con el folio confidencial 15294**); en el contrato Meliá Hotels International, S.A. (**folio confidencial 16540**); en el contrato de novación de Roca Sanitario, S.A. (**folio confidencial 18623**); en el contrato de Termosolar Borges, S.L. (**folio confidencial 25222 en relación con folio confidencial 25223**); en el contrato de novación de Termosolar Borges, S.L. (**folio confidencial 25527**); en el contrato de Clínicas del Sur, S.L. U. (**folio confidencial 26548**); en el contrato de novación de Clínicas del Sur, S.L.U. (**folio confidencial 26873**); en el contrato Royal Urbis, S.A. (**folios confidenciales 24825 a 24826**).

³³ Esta obligación también se encuentra en los siguientes contratos: en el contrato de la empresa Renovalia Energy, S.A. para el proyecto Desarrollos Manchegos, Energías Alternativas Castilla La Mancha y Energías Renovables del Duero (**folios confidenciales 8120 y 8123**); en el contrato de Renovalia Solar, S.L. (**folios confidenciales 10008, 10011 y 10012**); en el contrato de Renovalia Solar 2, S.L.U. (**folio confidencial 12574**); en el contrato de Renovalia Solar 3, S.L.U. (**folio confidencial 14271 en relación con folio confidencial 14282**); en el contrato de Renovalia Solar 3, S.L.U. (**folios confidenciales 14272 y 14313**); en el contrato de Ecoparc del Besòs, S.A. (**folio confidencial 16658**); en el contrato Africana Energía, S.L. (**folios confidenciales 19511 a 19512**); en el contrato Fenosa WIND, S.L. (**folio confidencial 16983**); en el contrato de Parc Eòlic Mudefer, S.L. (**folio confidencial 14542**); en el contrato de Pallex Medical, S.A. (**folios confidenciales 15937 y 15941**); en el contrato Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concesionaria da Xunta de Galicia, S.A. (**folio confidencial 15294**); en el contrato de novación de Roca Sanitario, S.A. (**folio confidencial 18581**); en el contrato Meliá Hotels International, S.A. (**folio confidencial 16508**); en el contrato de Termosolar Borges, S.L. (**folio confidencial 25233**); en el contrato de Clínicas del Sur, S.L. U. (**folio confidencial 26485**).

contrato de la operación de ESQUILVENT (folios 2727-2728):

- j. “16. OBLIGACIONES DE LA ACREDITADA
 - k. [...] 16.2 Obligaciones de hacer y no hacer
 - l. [...] 16.2.4 Obligaciones financieras
 - m. 16.2.4.5 A fin de evitar el riesgo de fluctuación del tipo de interés de referencia, en la fecha de desembolso de la primera Disposición del Crédito la Acreditada se obliga a contratar y elevar a público ante Notario Público, en condiciones de mercado, con el/los Proveedor/es del Derivado un derivado financiero al amparo de los Contratos de Cobertura de Riesgos de Tipos de Interés”³⁴ (subrayado propio).
- (5) **Fijación del porcentaje mínimo del nominal del préstamo cubierto por el derivado y del plazo de duración.** En el contrato de la operación de ESQUILVENT estos datos se recogen también en la estipulación 16.2.4.5: “por un importe mínimo del 75 por 100 del Importe Máximo del Crédito y por un plazo mínimo de trece (13) años” (folio 2728)³⁵.
- (6) **Reducción de la cobertura en caso de amortización anticipada del préstamo.** La estipulación 10.4.4. del contrato de la operación de ESQUILVENT recoge lo siguiente (folio 2712):
- n. “10.4.4. Reducción de la cobertura. Si a resultas de la amortización anticipada, el Saldo pendiente del Crédito fuera inferior al importe nocional correspondiente a la cobertura de tipos de intereses contratada a esa fecha, la Acreditada deberá, de forma simultánea a la amortización anticipada, reducir la cobertura de forma que el importe nocional de la misma no sea superior al saldo pendiente del Crédito una vez realizada la amortización anticipada,

³⁴ Esta obligación también se encuentra en los siguientes contratos: en el contrato de Ecopark del Besòs, S.A. (folios confidenciales 16662 a 16663); en el contrato de la Diputación Foral de Álava (folio confidencial 17385); en el contrato Fenosa WIND, S.L. (folio confidencial 17013); en el contrato Ibereólica, S.L. (folios confidenciales 18753 y 18908); en el contrato de Parc Eòlic Mudefer, S.L. (folios confidenciales 14542 y 14608); en el contrato de Palex Medical, S.A. (folio confidencial 15995); en el contrato Meliá Hotels International, S.A. (folio confidencial 16540); en el contrato de novación de Roca Sanitario, S.A. (folio confidencial 18623); en el contrato de Termosolar Borges, S.L. (folio confidencial 25223); en el contrato de Clínicas del Sur, S.L.U. (folio confidencial 26548); en el contrato de novación de Clínicas del Sur, S.L.U. (folio confidencial 26873).

³⁵ En todos los contratos celebrados con el Grupo VAPAT el porcentaje cubierto fue del 75% del importe del préstamo. En cuanto a la duración del contrato de cobertura: en las Operaciones de BAJOS y HORNIJA se fijó en el contrato de crédito un plazo mínimo de 12 años (folios 2987 y 3104, respectivamente) y en el contrato de CYL se hace referencia a la vida media del crédito (folio 2864). Este tipo de obligación también se encuentra en los siguientes contratos: En el contrato de Desarrollos Manchegos, Energías Alternativas Castilla La Mancha y Energías Renovables del Duero (folio confidencial 8561), en el contrato de Renovalia Solar 3, S.L.U. (folio confidencial 14313); en el contrato de Ecoparc del Besòs (folios confidenciales 16608 a 16609); en el contrato de la Diputación Foral de Álava (folio confidencial 17374); en el contrato de Fenosa Wind, S.L. (folios confidenciales 17013 a 17014); en el contrato de Ibereólica, S.L. (folio confidencial 18852); en el contrato de Parc Eòlic Mudefer, S.L. (folio confidencial 14608); en el contrato de Palex Medical, S.A. (folio confidencial 15995); en el contrato Sol Meliá, S.A. (folio confidencial 16540); en el contrato Roca Sanitario, S.A. (folio confidencial 17953); en el contrato de novación de Roca Sanitario, S.A. (folio confidencial 18623); en el contrato de Termosolar Borges, S.L. (folio confidencial 25325).

soportando los Costes de Ruptura de la Cobertura de Riesgo de Tipos de Interés que ello pudiese implicar”³⁶.

- (7) **Ausencia de mención alguna a las comisiones, gastos, costes, márgenes, honorarios u otro concepto asociados a la contratación de los instrumentos de cobertura.** La única mención en este sentido que contiene el contrato de préstamo se refiere a los costes de cancelación del derivado por amortización anticipada o incumplimiento de contrato. En el mismo contrato de la operación de ESQUILVENT encontramos:

- o. “Costes de Ruptura de la Cobertura de Riesgos de Tipos de Interés: Significa los costes que se originaren para la Acreditada por razón de la liquidación de los Contratos de Cobertura de Riesgos de Tipos de Interés en fecha distinta de la prevista contractualmente para su vencimiento y/o como consecuencia de la modificación de las operaciones contratadas al amparo de los mismos” (folios 2676).
- p. “Todos los costes, gastos, honorarios y tributos que se devenguen como consecuencia de la amortización anticipada, serán íntegramente de cuenta de la Acreditada” (folio 2712).

En línea con lo anterior, con carácter general, **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”. Sin embargo, 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*.

3. Análisis de las operaciones de derivados financieros celebrados por las entidades incoadas

En virtud de la información aportada por SABADELL (**folio confidencial 42033**), de las operaciones de préstamo sindicado celebradas en España entre el periodo 2006-2016, se observa que la participación de las entidades incoadas en préstamos sindicados de *project finance* se ha incrementado notablemente, alcanzando el 100% en 2015 y el 76,5% en 2016. En concreto, BBVA participó en el 59,5% de los préstamos sindicados destinados a *project finance* en 2015,

³⁶ Esta cláusula también se encuentra en los CMOFS de los siguientes contratos: en el contrato de Parc Eòlic Mudefer, S.L. (**folios confidenciales 14921 y 14922, 15071, 15125**); en el contrato Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concessionaria da Xunta de Galicia, S.A. (**folios confidenciales 15619, 15690 y 15780**); en el contrato de Palex Medical, S.A. (**folios confidenciales 16235, 16284 a 16285**); en el contrato de Ecoparc del Besòs, S.A. (**folio confidencial 16816**); en el contrato de Roca Sanitario, S.A. (**folio confidencial 17743**); en el contrato Ibereólica Morón, S.L. (**folio confidencial 19017**); en el contrato de Africana Energía, S.L. (**folios confidenciales 20601, 20891 y 20951**).

CAIXABANK y SABADELL en el 45,9% cada una y SANTANDER en el 83,8%.

A lo largo de la instrucción del expediente 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 2016³⁷.

La DC, en el PCH analiza, en primer lugar, las 4 operaciones a las que se hace referencia en la denuncia, pertenecientes a las 4 empresas del Grupo VAPAT: BAJOZ, HORNIJA, CYL y ESQUILVENT (apartados 198 a 223). En segundo lugar, las operaciones de derivados celebradas con terceras empresas, algunas de las cuales operan en el mismo sector que el Grupo denunciante³⁸ y otras en sectores diferentes al de energías renovables³⁹ (apartados 224 a 239).

a) Análisis de las operaciones celebradas con el Grupo VAPAT

En cuanto a las operaciones celebradas con el Grupo VAPAT, en todas ellas se contrataron *collars*, siempre, según CAIXABANK (folio 3205 de la versión no confidencial), BBVA (folio 21993) y SANTANDER (folios 7965), a petición del cliente⁴⁰ y en todas ellas el Banco Agente fue SABADELL.

La operación de BAJOZ se firmó el [confidencial], fecha en la que, simultáneamente, se contrató el crédito sindicado de un importe máximo de [confidencial]€ y se firmaron los CMOF y las confirmaciones de los derivados con cada banco. Los bancos acreedores de la operación fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK, BBVA e ICO, que se repartieron la cantidad a financiar [confidencial]. Las entidades proveedoras del derivado fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK y BBVA⁴¹. La empresa contrató con cada banco un instrumento de cobertura de tipo *collar* coste cero y en todos los casos se fijaron los mismos strikes de las opciones que lo formaban: para el *cap* se fijó un [confidencial]% y para el *floor* un [confidencial]% (SABADELL folios 2630 y 2634, SANTANDER folios 2540-2541,

³⁷ La DC ha estimado que estas operaciones supusieron un volumen de crédito superior a 6.000 millones de euros considerando la suma de las disposiciones de crédito aprobadas en todas las operaciones consideradas según la información recogida en los contratos de financiación aportados (excepto Telefónica, Iberdrola y Barna Steel, por no cumplir estas operaciones con los requisitos de derivado de cobertura asociado a préstamo sindicado).

³⁸ Es el caso de Renovalia Solar, S.L., Parc Eòlic Mudefer, S.L., Africana Energía, S.L., Parque Eòlico Cova da Serpe, S.L., Ibereólica Solar Morón, S.L., y Termosolar Borges, S.L.

³⁹ Las empresas terceras consultadas operan en el sector de la construcción de carreteras (Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concesionaria da Xunta de Galicia, S.A.), el sector hostelero (Meliá Hotels International, S.A.), el sector de la fabricación de productos metalúrgicos (Barna Steel, S.A.), el sector de actividades inmobiliarias (Promociones Sanitarias 2007, S.L., y Reyat Urbis, S.L.), el sector de actividades hospitalarias (Clínicas del Sur, S.L.), el sector de la fabricación de instrumentos y suministros médicos (Palex Medical, S.A.), el sector de la fabricación de aparatos sanitarios cerámicos (Roca Sanitario, S.A.), el sector de las telecomunicaciones (Telefónica, S.A.), el sector de seguros y actividades financieras (Iberdrola Financiación, S.A.), el sector de la gestión y tratamiento de residuos no peligrosos (Ecoparc del Besòs, S.A.), y el sector público (Diputación Foral de Navarra).

⁴⁰ SABADELL sólo explica para cada operación del Grupo VAPAT que “se decidió contratar un *collar*” (folios 3871-3872).

⁴¹ Tal y como se ha señalado con anterioridad, el ICO no participó en la cobertura de estas operaciones.

BBVA folio 2483 y CAIXABANK folio 2562)⁴².

La operación de HORNIJA se firmó simultáneamente a la de BAJOZ el día [confidencial]. En el mismo acto se firmaron el crédito sindicado de un importe máximo de [confidencial]€, los CMOF y las confirmaciones de los derivados con cada banco. Los bancos acreedores de la operación fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK, BBVA e ICO, que se repartieron la cantidad a financiar [confidencial]. Las entidades proveedoras del derivado fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK y BBVA. La empresa contrató con cada banco un instrumento de cobertura de tipo *collar* coste cero y en todos los casos se fijaron los mismos strikes de las opciones que lo formaban: para el *cap* se fijó un [confidencial]% y para el *floor* un [confidencial]% (SABADELL folios 2613 y 2617, SANTANDER folios 2522-2523, BBVA folio 2503 y CAIXA folio 2590)⁴³.

La operación de ESQUILVENT se firmó el [confidencial], fecha en la que simultáneamente se contrataron el crédito sindicado de un importe máximo de [confidencial]€, se firmaron los CMOF y se firmaron las confirmaciones de los derivados con cada banco. Los bancos acreedores de la operación fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK, BBVA e ICO, que se repartieron la cantidad a financiar de la siguiente forma: BANESTO (hoy SANTANDER) financió un [confidencial]%, SABADELL un [confidencial]%, CAIXABANK un [confidencial]%, BBVA un [confidencial]% e ICO un [confidencial]%. Las entidades proveedoras del derivado fueron BANESTO (hoy SANTANDER), SABADELL, CAIXABANK y BBVA. La empresa contrató con cada banco un instrumento de cobertura de tipo *collar* coste cero y en todos los casos se fijaron los mismos strikes de las opciones que lo formaban: para el *cap* se fijó un [confidencial]% y para el *floor* un [confidencial]% (SABADELL folios 2444 y 2449, SANTANDER folios 2465 y 2466, BBVA folio 2423 y CAIXA folios 2400-2401)⁴⁴.

En la operación de CYL participaron tres de las incoadas, sin que participara SANTANDER. La operación se firmó el [confidencial], fecha en la que simultáneamente se contrataron el crédito sindicado de un importe máximo de [confidencial]€, se firmaron los CMOF y las confirmaciones de los derivados con cada banco. Los bancos acreedores de la operación fueron SABADELL, CAIXABANK, BBVA e ICO, que se repartieron la cantidad a financiar de la siguiente forma: SABADELL financió un [confidencial]%, CAIXABANK un [confidencial]%, BBVA un [confidencial]% e ICO un [confidencial]%. Las entidades proveedoras del derivado fueron SABADELL, CAIXABANK y BBVA. La empresa contrató con cada banco un instrumento de cobertura de tipo *collar* coste cero y en todos los casos se fijaron los mismos strikes de las opciones que lo formaban: para el *cap* se fijó un [confidencial]% y para el *floor* un [confidencial]% (SABADELL folios 2377 y 2382, BBVA folio 2230 y CAIXA folio

⁴² En las confirmaciones de BANESTO y CAIXABANK, el tipo Floor fijado aparece escrito a mano (folios 2541 y 2562).

⁴³ En la confirmación de CAIXABANK, el tipo Floor fijado aparece escrito a mano.

⁴⁴ En la confirmación de CAIXABANK el tipo Floor fijado aparece escrito a mano (folio 2400).

2309)⁴⁵.

Por lo que se refiere a la clasificación de Grupo VAPAT, las empresas del mismo fueron clasificadas por SABADELL, BBVA y CAIXABANK como cliente profesional⁴⁶.

En 2012, tras las amortizaciones realizadas por Grupo VAPAT, la cantidad cubierta por los derivados contratados por el Grupo era superior al importe pendiente del préstamo. Dado que, según se recogía en el contrato de crédito, la cantidad cubierta por el derivado debía ser como máximo del [confidencial]% del nominal (nunca superior al 100%), el cliente procedió a acomodar los derivados a estas circunstancias y canceló el exceso de cobertura, con el consiguiente coste. Al realizar esta operación, los bancos requirieron a Grupo VAPAT el pago de elevadas cifras, no esperadas por la empresa y que no le fueron explicadas a pesar de solicitarlo. En concreto, los bancos alegaron que para llegar a esas cifras se había utilizado metodología interna confidencial de la entidad, distinta para cada banco (folios 1498 y 3138-3139).

Enfrentados al pago de elevados importes en concepto de **costes de cancelación del derivado**, Grupo VAPAT contactó con un experto independiente en temas financieros para revisar los contratos suscritos por las filiales del Grupo⁴⁷. El experto concluyó que, pese a lo reflejado en escritura pública, los bancos acreedores falsearon los precios de mercado de los *floors* contratados, incrementándolos mediante diferenciales ocultos o comisiones implícitas que superaban los 100 puntos básicos (un punto porcentual). Esto

⁴⁵ En la confirmación de CAIXABANK el tipo Floor fijado aparece escrito a mano (folio 2309).

⁴⁶ Los documentos de confirmación de tres de las operaciones de derivados (excepto la de CYL) firmadas entre el Grupo y SABADELL (HORNIA EÓLICA S.L., punto 4 de la confirmación, folio 2614; ESQUILVENT S.L., punto 1 de la confirmación, folio 2442 y BAJAZ EÓLICA S.L., punto 4 de la confirmación, folio 2631) contienen un apartado denominado "Condiciones de la orden según la Directiva MIFID" en el que se debe especificar la clasificación del cliente ("profesional" en la confirmación de ESQUILVENT S.L., en blanco en el resto), el servicio prestado por el banco ("comercialización" en ESQUILVENT, "ejecución" en BAJAZ y HORNIA) y la clase de producto ("complejo" en las tres confirmaciones mencionadas).

El 23 de marzo de 2010 el Director de Cuentas de Banca Corporativa de SABADELL envió un correo electrónico a un empleado de VAPAT en el que adjuntaba un formulario de solicitud de reclasificación a cliente profesional de acuerdo con la normativa MiFID, ya completado con los datos del cliente, y pedía que le fuera devuelto firmado lo antes posible para poder cerrar la cobertura, aludiendo a una "obligación del Banco de España" (folios 7358-7361).

Por su parte, el 26 de marzo de 2012, BBVA dirigió sendas cartas a BAJAZ y a ESQUILVENT en las que les comunicaba que consideraba que cumplían los requisitos para que pudiera considerarlos clientes profesionales en la oferta y contratación de todos los productos y servicios de inversión de la entidad "en el marco de la normativa relativa a los mercados de instrumentos financieros", y que disponían de un mes para manifestar su deseo de mantener su clasificación como cliente minorista. Con ello, BBVA asumía que la empresa contaba con los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos del producto o servicio, y no evaluaría su conveniencia (folios 7365 y 7367). Igualmente el 9 de febrero de 2015, BBVA envió idéntica comunicación a CYL⁴⁶ (folio 7367).

En el mismo sentido, CAIXABANK ha declarado que en todo momento valoró a Grupo VAPAT como inversor profesional (folio 40554). La entidad afirma que poseía sus propias fuentes de información y que contrastó los datos de las operaciones a las que se refiere la denuncia antes de cerrarlas, manifestando que el cliente tenía poder de negociación y capacidad para influir en los valores a negociar (folio 3215).

⁴⁷ Informe P. Lamothe, (folios 7386-4419), formulado por encargo de VAPAT.

provocó, según el informe, que desde el mismo instante de su contratación y sin el conocimiento de la denunciante, se generase un beneficio inmediato para las entidades y pérdidas para las empresas del grupo VAPAT, al no estar correctamente valorado el producto, lo que redundaba además en costes de cancelación que no concordaban con las condiciones conocidas por la denunciante (folio 1499, correspondiente a la denuncia formulada por VAPAT). Según el experto, no sólo se había introducido un sobreprecio en la cotización del derivado, sino que las entidades habrían concertado ese precio ficticio a espaldas del cliente, ya que resultaba extremadamente difícil que todas las entidades tuvieran la misma cotización en el mercado dado que, como ellas mismas afirman, cada entidad trabaja con distintas metodologías de cálculo y pide la cotización en distintos momentos de tiempo.

Según el informe aportado al expediente por la denunciante (folios 7386 a 7419), esto habría sucedido con todos los contratos de financiación sindicada suscritos por Grupo VAPAT y mencionados más arriba, excepto con el suscrito con Parques Eólicos San Lorenzo, donde la contratación del derivado fue realizada con una sola entidad (SABADELL).

Mediante el análisis de una muestra representativa del sector de las renovables en un periodo determinado recogido en el mencionado Informe⁴⁸, éste concluyó que la manipulación de los precios de mercado por parte de los cuatro bancos, a través de la inclusión de “márgenes” o “comisiones implícitas”, habría sido generalizada en el periodo comprendido entre 2008 y 2012.

SABADELL ha aportado al expediente un Informe pericial presentado en el procedimiento penal sustanciado por Grupo VAPAT en el que se rebate el análisis pericial elaborado por la denunciante, principalmente en lo relativo a la metodología y efectividad de la operación de cobertura (folios confidenciales 4379 a 4426).

En el Informe, los peritos afirman que es práctica habitual de mercado que se acuerde la fijación de las mismas condiciones de la operación con el cliente (tanto del crédito sindicado como en la cobertura del mismo) (**folio confidencial 4404**) y continúan diciendo que: “no es correcto afirmar que las entidades “en connivencia llevaron a cabo una operativa para perjudicar al cliente”, dado que la concentración de precios es habitual en operaciones de este tipo” (**folio confidencial 4405**) (subrayado propio). En la misma línea, SABADELL ha afirmado que “es una práctica de mercado asumida internacionalmente por todas las partes involucradas en esta actividad, que se coordinen entre sí los distintos Bancos sobre las condiciones económicas del derivado.” (folio 41801)

Según SANTANDER, el Banco Agente en las operaciones del Grupo VAPAT, para cubrir el riesgo de una posible subida de los tipos de interés, propuso al cliente la suscripción de un IRS (*Interest Rate Swap*), pero el cliente solicitó la modalidad *collar* de prima cero (folio 4896). La entidad añade que para el cliente puede parecer más atractivo en un momento inicial suscribir un *collar* a prima

⁴⁸ Estos datos se consiguieron en el contexto de una reunión sectorial en la que se solicitó a otras empresas del sector que anónimamente aportaran ciertos datos al perito independiente con la finalidad de corroborar estas presuntas irregularidades.

cero que un IRS, ya que cuando los tipos de interés se sitúan dentro de los niveles del *collar* el cliente no tiene ninguna liquidación (mientras que en el *swap* en todas las fechas de observación el cliente debe realizar liquidaciones positivas o negativas) y como el *floor* se fija a un nivel que compense el coste de la prima del *cap*, el cliente no debe abonar tampoco ningún importe inicial (folio 7966).

SANTANDER ha indicado que para las operaciones de VAPAT el Caso Base estableció cuál era el tipo máximo a partir del cual se ponía en riesgo la viabilidad del proyecto y en ese nivel se fijó el *cap* (folio 7966). En función de ese *cap* se fijó el *floor* en la fecha de cierre al nivel necesario para compensar las primas de ambas opciones. La entidad afirma que, con anterioridad, el Banco Agente había facilitado al cliente una estimación de los niveles esperados de cotización del *floor*, sin que le conste oposición por parte del cliente (folio 7967). Más tarde, en la conversación telefónica de cierre de la cobertura en la que estaban presentes tanto el cliente como las entidades, se alcanzó un acuerdo sobre el nivel definitivo del *floor* (folio 7968).

El día de las firmas de los créditos sindicados, según SANTANDER, el Banco Agente, tras consultar con su tesorería, realizó al cliente una oferta estimativa del *floor* previsto en función del *cap* y demás términos prefijados de la cobertura. Esta oferta fue trasladada a los representantes del resto de entidades para que cada una validara internamente esta cotización (folio 7968). Posteriormente, en una conversación telefónica de cierre de la cobertura que tuvo lugar en una notaría, en la que intervinieron el cliente y los representantes de las entidades del sindicato, se alcanzó un acuerdo sobre el nivel definitivo del *floor* aplicable, teniendo en cuenta el *cap* y la situación del mercado en ese preciso momento. El cliente tenía la opción, en esta llamada, de disentir de la oferta (folio 7968). Según la entidad no es posible aportar el valor del *floor* de mercado en el momento de su contratación, porque en su momento se eligió cotizar la estructura del producto en su conjunto, no siendo ésta recuperable (folio 7971).

Por su parte, BBVA ha señalado que el Banco Agente se puso en contacto vía correo electrónico con el resto de entidades financieras interesadas para transmitirles los términos de cada operación de cobertura, los cuales habían sido pactados previamente con el cliente (entre otros, importes nominales, plazos, estructura del derivado de cobertura elegida por cada cliente, “*spread*” aproximado de cada derivado de cobertura, cuentas de liquidación de cada derivado de cobertura) (folio 21993). BBVA y el resto de entidades coordinadas por el Banco Agente realizaron cotizaciones de diversas estructuras de coberturas de tipos de interés (*swap* tipo fijo creciente y varios *collars*) y, en función de dicha información, el cliente eligió la estructura que más le interesó (*collar*). A continuación, se le pasaron varios niveles de *cap* y *floor* para que el asesor del cliente confirmara que estaban conformes con los niveles (folios 21993).

Según BBVA, cuando se cotizó el *collar*, se fijó el nivel de *cap* que quería el cliente y que soportaba las condiciones del caso base de cada financiación y, teniendo en cuenta el *credit spread* aplicable para cada derivado de cobertura, se determinó el nivel de *floor* (folio 21993).

La contratación de cada derivado de cobertura se produjo en la misma fecha de firma de los documentos contractuales de la financiación sindicada, mediante una conversación telefónica realizada por el Banco Agente, con participación del resto de entidades financieras proveedoras de cada derivado al representante del cliente que se encontraba presente en dicho momento en la notaría (folio 21993). En el mismo momento en el que el Departamento de Tesorería de BBVA cerraba telefónicamente la operación con el cliente, la mesa de precios le actualizaba los precios de la cobertura (folio 21994). Así, el *floor* de mercado se fijó, según la entidad, inmediatamente antes de la contratación (folio 21982).

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 operaciones⁴⁹. **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.**⁵⁰

Por lo que se refiere a la operación de ESQUILVENT, los audios aportados por las partes⁵¹ 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 VAPAT. En la misma, después de resumir las condiciones generales de la cobertura, se cerró el *floor* al nivel previamente acordado por las entidades.

Se extractan, a continuación, fragmentos de las conversaciones mantenidas con los bancos en relación con la operación ESQUILVENT.

- Conversación mantenida entre **SABADELL** y **SANTANDER** (folios confidenciales 5533 y 5535) **[CONFIDENCIAL]**.
- Conversación mantenida entre **SABADELL** y **BBVA** (folio confidencial 22066) **[CONFIDENCIAL]**.
- Conversación mantenida entre **SABADELL** y **SANTANDER** (folio confidencial 22067) **[CONFIDENCIAL]**.
- Conversación mantenida entre **SABADELL** y **SANTANDER** (folios confidenciales 5534 y 22068) **[CONFIDENCIAL]**.

⁴⁹ SABADELL, folios 24559, 24560, 24570; SANTANDER, folios 41657 y 41659; BBVA, folio 21993; CAIXABANK folios 3208 y 3215.

⁵⁰ En el Anexo II del PCH se **recogen las transcripciones** realizadas por la DC de dichos audios, sin perjuicio de que, en los apartados (218) y siguientes del PCH, se resuma someramente su contenido.

⁵¹ **Folios confidenciales** para Grupo VAPAT 5534, 5535, 6957, 22066, 22067, 22068 y 22069.

- Continuación de la conversación anterior, a la que se incorpora **BBVA** (folio confidencial 6957), **SANTANDER** (folio confidencial 5534) y **SABADELL** (folio confidencial 22068) [CONFIDENCIAL].
- Incorporación de **CAIXABANK** a la conversación anterior. Están presentes las **cuatro entidades incoadas** (folios confidenciales 3813, 5534, 6958 y 22069) [CONFIDENCIAL].
- La tercera parte de la conversación se corresponde con parte del cierre propiamente dicho, en el que participaron las **cuatro entidades incoadas** y **Grupo VAPAT** (folios confidenciales 3813, 5534, 6958 y 22069) [CONFIDENCIAL].

Las conversaciones mantenidas entre las cuatro entidades incoadas con carácter previo al cierre de las operaciones de BAJOZ y HORNIJA⁵² son similares a la de ESQUILVENT. 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 BAJOZ, [confidencial] y [confidencial] y para la operación de HORNIJA, [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 BAJOZ y HORNIJA.

- Conversación mantenida entre **SABADELL** y **BBVA** (folio confidencial 22071) [CONFIDENCIAL].
- A continuación entra **SANTANDER** (folio confidencial 22071) [CONFIDENCIAL].
- A continuación entra **CAIXABANK** [CONFIDENCIAL].
- A continuación se transcribe parte de la conversación correspondiente al cierre de la operación, en la que están presente los **cuatro bancos** y **Grupo VAPAT** (folios confidenciales 3812, 6790 y 22071) [CONFIDENCIAL].

Por último, y en relación con la operación de CYL⁵³, las conversaciones reflejan la comunicación de las respectivas cotizaciones por parte de los bancos. En concreto, se indicaron cotizaciones de [confidencial] y [confidencial] por dos de las entidades. Según el Banco Agente, el cliente quería cerrar el *floor* a niveles de [confidencial], indicando las entidades que con ese valor todavía tenían un margen razonable, y acordando intentar el cierre de la operación a ese nivel. Ninguna entidad implicada en dicha operación ha aportado un audio en el que se oiga directamente al cliente pedir ese nivel. En el cierre de la operación el Banco Agente cotizó el *floor* a [confidencial], cifra a la que tanto los demás

⁵² Folios confidenciales para Grupo VAPAT 22071 y 22072.

⁵³ Entre otros, en los folios confidenciales para Grupo VAPAT y SANTANDER 22060, 22063 y 22064.

bancos como el cliente dieron su conformidad. Se transcriben a continuación fragmentos de los audios entre los bancos, así como del cierre de la operación de CYL.

- Fragmento de la conversación mantenida entre **BBVA** y **SABADELL** (folios **confidenciales 3814 y 22060**) [**CONFIDENCIAL**].
- A continuación interviene en la conversación **CAIXABANK** (folios 3814 y 22060) [**CONFIDENCIAL**].
- Finalmente, se procede al cierre de la operación con los **tres bancos y Grupo VAPAT** (folios 3814, 6788 y 22060) [**CONFIDENCIAL**].

Según las grabaciones de las *conference call* aportadas por las partes, el empleado del Banco Agente pidió a los representantes de cada banco que participaban en la *conference call*, que consultasen en tiempo real los niveles de precios de mercado del *floor* (la “cotización del derivado”) sólo para las operaciones de ESQUILVENT y CYL, mientras que para BAJOS y HORNIJA, que se firmaron en un mismo acto, fue el Banco Agente el que directamente anunció los niveles. No obstante, en las dos primeras operaciones, fue el Banco Agente quien tomó la palabra para cantar su nivel de *floor*, limitándose el resto a dar su conformidad.

Asimismo, obran en el expediente las conversaciones por correo electrónico, de fecha 24 y 25 de marzo de 2010, entre las entidades incoadas, aportadas por SANTANDER, en las que se puede observar que las entidades se comunicaron sus respectivos niveles de *floor*, manifestando su preferencia por el más elevado:

- a. Conversación entre los cuatro bancos del sindicato en referencia a las operaciones de BAJOS y HORNIJA [**CONFIDENCIAL**].
- b. Correo electrónico de fecha 25 de marzo de 2010, enviado por SABADELL, al cliente con copia al resto de bancos [**CONFIDENCIAL**].

b) *Análisis de las operaciones de derivados financieros celebrados con otras empresas*

La DC dirigió requerimientos de información a las cuatro entidades incoadas y a una serie de empresas que, de acuerdo con la información proporcionada por las primeras, habrían suscrito *collar* para la cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados de *project finance*. Sin embargo y pese a lo señalado por los bancos inicialmente, el examen de los contratos y documentación aportada revela que, en la mayor parte de los casos, no se contrató un *collar* sino un *swap*, tal y como se expone a continuación.

Del análisis de la documentación remitida por los bancos y por las empresas clientes, se observa que en las 14 operaciones que se describen a continuación participaron **las cuatro entidades incoadas** como proveedoras de un instrumento derivado:

- a. La operación de crédito sindicado de Parc Eolic Mudefer, S.L.,

firmada el 28 de julio de 2009 por un importe máximo de **[confidencial] € (folio confidencial 14529)** llevó asociada la firma, el 12 de enero de 2010, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 15144, 15159, 15197 y 15221**).

- b. La operación de Africana Energía, S.L., firmada el 9 de junio de 2011 por un importe máximo **[confidencial] € (folio confidencial 19507)**, llevó asociada la firma, en distintos días del mes de junio de 2011, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 21179, 21237, 21268-21269 y 21286**).
- c. La operación de Diputación Foral de Álava, firmada el 27 de abril de 2012 por un importe máximo de **[confidencial] € (folios confidenciales 17355 y 17359)**, llevó asociada la firma, el 27 de abril de 2012, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 17651-17562, 17574, 17580 y 17588**).
- d. La operación de Ibereólica Solar Morón, S.L, firmada el 14 de julio de 2010 por un importe máximo de **[confidencial] € (folio confidencial 18746)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 19160, 1917, 19179 y 19183**).
- e. La operación de Palex Medical, S.A., firmada el 20 de julio de 2011 por un importe máximo de **[confidencial] € (folios confidenciales 15923 y 15937)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 16092, 16105, 16118 y 16136**).
- f. Autoestrada Ourense Celanova Sociedade Concesionaria da Xunta de Galicia, S.A. firmó dos operaciones de crédito sindicado analizadas en el presente expediente. La primera, firmada el 26 de junio de 2012, por un importe de **[confidencial] € (folio confidencial 15287)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de 2,388%, idéntico para todas las entidades (**folio confidencial 15860**). La segunda operación, firmada el 27 de marzo de 2015, por un importe de **[confidencial] € (folios confidenciales 15389 y 15407)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap*

con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 15813, 15826, 15838 y 15847**).

- g. La operación de Meliá Hotels International, S.A., firmada el 30 de abril de 2009 por un importe máximo de **[confidencial] €** (**folio confidencial 16502**), llevó asociada la firma, en entre julio y agosto de 2009, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con cada una de las entidades incoadas a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades⁵⁴ (**folios confidenciales 16339, 16351 y 16395**).
- h. Roca Sanitario, S.A. firmó varias operaciones de cobertura en las que participaron las entidades incoadas durante el período analizado. La empresa firmó una financiación sindicada el 30 de abril de 2009 (**folio confidencial 17836**), que llevó asociada varias operaciones de cobertura: el 8 de julio de 2009 se firmaron sendos *swaps* con BBVA con un tipo fijo de **[confidencial]%** y con SANTANDER con un tipo fijo de **[confidencial]%** y a la vez se firmaron sendos *collars* con CAIXABANK y SABADELL, ambos con el mismo tipo *cap* (**[confidencial]%**) y el mismo tipo del *floor* (**[confidencial]%**) (**folio confidencial 18419**). El 7 de mayo de 2010 se firmaron otras coberturas tipo *swap* asociadas al contrato de financiación de 2009 con las 4 entidades incoadas, con un tipo fijo *swap* de **[confidencial]%** para BBVA, de 1,420% para CAIXABANK, de **[confidencial]%** para SABADELL y de **[confidencial]%** para SANTANDER. El 1 de diciembre de 2011 se firmaron otras coberturas asociadas al contrato de financiación de 3 de noviembre de 2011⁵⁵ con las 4 entidades incoadas: un *swap* al tipo fijo **[confidencial]%** con BBVA y tres *collars* con CAIXABANK, SABADELL y SANTANDER, todos con un tipo *cap* de **[confidencial]%** y con un tipo *floor* de **[confidencial]%** (**folios confidenciales 17647-17648 y 18419**). Asimismo, la operación de 30 de diciembre de 2014⁵⁶ (**folio confidencial 18576**) llevó asociada la firma de varios *swap* con las entidades incoadas: el 10 de marzo de 2015 se firmaron sendos *swaps* con SANTANDER y SABADELL, ambos con un tipo fijo de **[confidencial]%**, y el 18 de marzo de 2015 se firmaron otros dos *swaps* con BBVA y CAIXABANK, cada uno con un tipo fijo de **[confidencial]%** (**folios confidenciales 18419, 18421, 18429 y 18444**).
- i. La operación de Termosolar Borges, S.L., firmada el 19 de enero de 2012 por un importe máximo de **[confidencial] €** (**folio confidencial 25215**), llevó asociada la firma, el 2 de febrero de

⁵⁴ La empresa Meliá Hotels International, S.A. aportó el CMOF de SANTANDER pero no la confirmación, asimismo aportó una tabla en la que aparecía el banco como entidad proveedora del derivado.

⁵⁵ El contrato de 3 de noviembre de 2011 constituyó una novación de la operación de 2009.

⁵⁶ Nueva novación del contrato suscrito el 30 de abril de 2009.

2012, de un *cap* con cada una de las entidades con un tipo de **[confidencial]**% idéntico para todas y la firma de un *swap* con un tipo fijo del **[confidencial]**% idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 26284, 26291, 26306, 26316, 26333, 26341, 26357 y 26363**).

- j. La novación de 7 de abril de 2015 de la operación de Clínicas del Sur, S.L. (Promociones Sanitarias 2007, S.L.) (**folios confidenciales 26845 y 26847**) de 1 de agosto de 2014 llevó asociada la firma, el 18 de junio de 2015, de sendos *collars* con las entidades incoadas, con el mismo tipo *cap* (**[confidencial]**%) y el mismo tipo *floor* (**[confidencial]**%) para todas las entidades (**folios confidenciales 27346, 27407, 27442, 27470 y 27477**).

Del análisis de la documentación obrante en el expediente, se observa que en 7 operaciones participaron 3 de las entidades incoadas como entidades proveedoras de un instrumento derivado:

BBVA, SANTANDER y SABADELL:

- a. Las siguientes operaciones de RENOVALIA SOLAR, S.L.:
 - i. La operación de crédito sindicado de RENOVALIA SOLAR, S.L., de 19 de junio de 2007, por un importe máximo de **[confidencial]**€ (**folio confidencial 10003**) llevó asociada la firma, el 11 de diciembre de 2007, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con BBVA, BANESTO (hoy SANTANDER) y SABADELL a un tipo fijo de **[confidencial]**% idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 9890-9904**).
 - ii. La operación de 22 de diciembre de 2015 de RENOVALIA SOLAR, S.L., por un importe de **[confidencial]**€ (**folios confidenciales 8842 y 8846**), llevó asociada la firma, en la misma fecha, de unos instrumentos de cobertura de tipo *swap* con SANTANDER (con un tipo fijo de **[confidencial]**%, **folio confidencial 8111**), BBVA y SABADELL (ambos con el mismo tipo fijo, **[confidencial]**%, **folio confidencial 8111**).

CAIXABANK, SANTANDER y SABADELL:

- a. La operación de refinanciación de 14 de octubre de 2015 de Renovalia Solar, S.L., por un importe de **[confidencial]** € (**folios confidenciales 13111 y 13115**), llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con CAIXABANK, SANTANDER y SABADELL a un tipo fijo de **[confidencial]**%, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 13794, 13831 y 13810**).
- b. Las siguientes operaciones de Roca Sanitario S.A.:

- i. La operación de 30 de abril de 2009, por un importe máximo de **[confidencial] € (folio confidencial 17836)**, llevó asociada la firma, el día 6 de julio de 2009, de un instrumento de cobertura de tipo *collar* con CAIXABANK, SANTANDER y SABADELL con el mismo *cap* (2,75%) y el mismo tipo *floor* (**[confidencial]%**) para los tres proveedores incoados (**folios confidenciales 17797-17805, 17806-17811 y 17793-17796**).
- ii. La operación de 3 de noviembre de 2011 de novación de la financiación de 30 de abril de 2009 (**folio confidencial 18282**) llevó asociada la firma, el día 1 de diciembre de 2011, de un instrumento de cobertura de tipo *collar* con CAIXABANK, SANTANDER y SABADELL con el mismo *cap* (**[confidencial]%**) y el mismo tipo *floor* (**[confidencial]%**) para los tres proveedores incoados (**folios confidenciales 18169-18177, 18184-18190 y 18178-18183**).

CAIXABANK, BBVA y SABADELL:

- a. La operación de 22 de abril de 2010 de ECOPARC DEL BESOS, S.A., por un importe de **[confidencial] € (folio confidencial 16602)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura de tipo *swap* con CAIXABANK, BBVA y SABADELL a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 16904-16909, 16775-16783, 16843-16848**).
- b. La operación de 17 de junio de 2010 de Parque Eólico Cova Da Serpe, S.L.⁵⁷, por un importe máximo de **[confidencial] € (folio confidencial 16979)**, llevó asociada la firma, en la misma fecha, de un instrumento de cobertura con todas las entidades incoadas, en concreto se ha tenido acceso a las confirmaciones de las operaciones de tipo *swap* firmadas en la misma fecha que la financiación con CAIXABANK, BBVA y SABADELL, a un tipo fijo de **[confidencial]%**, idéntico para todas las entidades (**folios confidenciales 17262, 17242 y 17268**).

Del análisis de la documentación, se observa que en 4 operaciones participaron 2 de las entidades incoadas como entidades proveedoras de un instrumento derivado:

SABADELL y SANTANDER:

- a. La operación de Renovalia Solar 2, S.L. de 5 de marzo de 2008, por un importe máximo de **[confidencial] € (folio confidencial**

⁵⁷ En el transcurso de la investigación se ha tenido conocimiento de que Parque Eólico Cova da Serpe S.L.U. ha sido objeto de una fusión por absorción por parte de Fenosa Wind S.L. con fecha 25 de abril de 2015 (folio 16936).

12565), llevó asociada la firma de un instrumento de cobertura tipo *swap* con SABADELL y BANESTO (hoy SANTANDER) con el mismo tipo fijo: **[confidencial]% (folios confidenciales 12843-12847 y 12903-12909)**.

- b. La operación de Renovalia Solar 2, S.L., de 28 de diciembre de 2015, por un importe de **[confidencial] € (folios confidenciales 10331 y 10447)**, llevó asociada la firma de varios instrumentos de cobertura de tipo *swap* con SABADELL y SANTANDER con los mismos tipos fijos (dos *swap* con cada uno: uno con un tipo de **[confidencial]%** y otro con un tipo de **[confidencial]%**), **(folios confidenciales 8111, 11227-11239 y 11149-11161)**.

SANTANDER y BBVA:

- c. La operación de 1 de agosto de 2014, firmada con Clínicas del Sur, S.L. por un importe máximo de **[confidencial] € (folios confidenciales 26479 a 26481)**, llevó asociada la firma de unos instrumentos de cobertura de tipo *collar* el día 29 de octubre de 2014 con SANTANDER y BBVA con el mismo *cap* (**[confidencial]%**) y el mismo *floor* (**[confidencial]%**) **(folios confidenciales 26747 y 26786)**.

La información referente a las operaciones estudiadas se encuentra en el Anexo III al PCH notificado por la DC.

La DC solicitó a las entidades incoadas la aportación de las comunicaciones mantenidas entre ellas en relación con las siguientes operaciones: Barna Steel, S.L., Clínicas del Sur, S.L., Promociones Sanitarias 2007, S.L., Termosolar Borges, S.L., Reyál Urbis, S.L., Iberdrola Financiación, S.A. y Telefónica, S.A., de las que finalmente se recibieron audios de Barna Steel, S.L., **(folios confidenciales 28797, 40911 y 41569-41573)**, Clínicas del Sur, S.L. y Promociones Sanitarias 2007 S.L. **(folios confidenciales 29323-29324, 31496-31497, 37153, 37460-37464, 39625, 40061-40062, 41622-41626 y 41746-41747)**, Termosolar Borges, S.L. **(folios confidenciales 34433-34434 y 38428)**, Reyál Urbis, S.L. **(folios confidenciales 35447-35458)**, Iberdrola Financiación, S.A. **(folios confidenciales 3570-35743)**⁵⁸ y Telefónica, S.A. **(folios confidenciales 35143-35197)**⁵⁹.

⁵⁸ Sobre la base de la información aportada, la DC no ha tenido en cuenta los audios relativos a Iberdrola Financiación, S.A., puesto que CAIXABANK **(folio confidencial 24676)** y la propia empresa **(folios confidenciales 34457-34459)** afirman no haber suscrito ninguna operación de derivados entre ambas en las fechas requeridas. Por su parte, SANTANDER aclara que firmó un derivado con Iberdrola Financiación, S.A. de manera bilateral, desconociendo si otras entidades financieras hicieron lo mismo **(folio confidencial 34671)**.

⁵⁹ Sobre la base de la información aportada, la DC no ha tenido en cuenta los audios relativos a Telefónica, S.A. puesto que CAIXABANK **(folio confidencial 24676)** y la propia empresa **(folios confidenciales 27656-27658)** afirman no haber suscrito ninguna operación de derivados entre ambas en las fechas requeridas. Por su parte, SANTANDER aclara que firmó un derivado con TELEFÓNICA, S.A., de manera bilateral, desconociendo si otras entidades financieras hicieron lo mismo **(folios confidenciales 34669-34670)**.

Por lo que se refiere a Barna Steel, S.L., Reyal Urbis, S.L., Iberdrola Financiación, S.A. y Telefónica, S.A, la DC no ha utilizado los audios aportados en relación a estas operaciones al no haber identificado en el transcurso de las mismas la participación de más de una de las entidades incoadas, considerándolas por este motivo comunicaciones internas del banco⁶⁰, así como por no tratarse de conversaciones previas al cierre de la operación⁶¹.

La DC ha podido identificar los cierres de las coberturas en los que estaban presentes los bancos y el cliente en las operaciones de Termosolar Borges, S.L, y Clínicas del Sur, S.L. (esta última, administradora de Promociones Sanitarias 2007).

Además, en relación con las operaciones de Clínicas del Sur, S.L. y Termosolar Borges, S.L., la DC ha identificado conversaciones entre los bancos previas al cierre de las operaciones en las que se abordaba la fijación del *floor* y/o del Tipo fijo *swap*, que se resumen a continuación.

La operación de Clínicas del Sur, S.L. de junio de 2015 fue firmada por las cuatro entidades incoadas más otras entidades. En uno de los audios obrantes en el expediente se refleja cómo, con carácter previo al cierre de la operación con el cliente, los bancos intercambiaron sus cotizaciones del *floor* con dos escenarios diferentes de *cap*. Las cotizaciones de los bancos no eran superiores a **[confidencial]**%. Los bancos acordaron pasar al cliente la cotización un poco subida señalando que ello era para intentar maximizar lo que pudieran ganar, conviniendo que se trasladaría al resto de los bancos la reacción del cliente.

En otro de los audios correspondientes a esta operación, los bancos acordaron, en un primer momento, fijar el *floor* en **[confidencial]**%, planteándose la posibilidad de subir medio punto básico.

Finalmente, en el cierre de la operación, el Banco Agente (SANTANDER), tras haber expuesto las condiciones generales de la cobertura pasó a cotizar el *floor*. Después de haber dado, por error, **[confidencial]**%, calculó en ese mismo momento un *floor* de **[confidencial]**%.

La operación con Termosolar Borges, S.L. también fue firmada por las cuatro entidades incoadas. En los audios previos al cierre de la operación se refleja que las entidades se comunicaron sus cotizaciones para el *swap*, que se situaban entre **[confidencial]** y **[confidencial]**. Los bancos se plantearon si mantener esos niveles o pasar al cliente 255, optándose por esto último, tipo al que se cerró la operación.

Se transcriben a continuación fragmentos de las conversaciones mantenidas entre **las cuatro empresas incoadas**, con carácter previo al cierre de la operación, así como el cierre con la participación del cliente (**folio confidencial 38428** aportado por CAIXABANK y, a partir de la incorporación del cliente a la conversación, también aportado por BBVA en los **folios confidenciales 34433 y 34434**). Una transcripción completa se recoge en el Anexo IV del PCH

⁶⁰ Es el caso de los audios de TELEFÓNICA, S.A., Iberdrola Financiación, S.A., Reyal Urbis, S.L., que aporta SANTANDER, y del audio de Barna Steel, S.L., del año 2013, que aporta SABADELL.

⁶¹ Audio de Barna Steel, S.L. del año 2010 que aporta SABADELL.

[CONFIDENCIAL].

Por último, el audio del cierre de la operación de Clínicas del Sur de 2014, en la que participaron BBVA y SANTANDER, refleja que el Banco Agente, al describir las condiciones generales de la cobertura, señaló directamente que el *floor* al que el cliente iba a vender era de **[confidencial]**, sin que ni él ni el otro banco proveedor del derivado realizasen, en presencia del cliente, cotización alguna de sus respectivos *floors*.

Se reproduce a continuación el cierre de la operación en la que participaron **BBVA y SANTANDER (folio confidencial 31497, aportado por BBVA)** **[CONFIDENCIAL]**⁶².

4. El laudo arbitral en el procedimiento entre CAIXABANK y GRUPO VAPAT

El 30 de noviembre de 2016 la DC tuvo acceso al laudo final de un procedimiento arbitral iniciado por CAIXABANK contra CYL en el que el árbitro declaró la nulidad del contrato de cobertura *collar* (**folios confidenciales 40202 a 40366**). La pretensión ejercitada por la instante era la declaración de validez y eficacia del Contrato Marco de Operaciones Financieras y de la Confirmación del Contrato de Cobertura de Riesgos de Tipo de Interés, en su modalidad *collar*, suscrito con la citada instada en 2011.

La DC resume en los párrafos (240) a (247) del PCH el contenido del laudo, cuyo contenido es confidencial para los bancos que no han sido parte del procedimiento arbitral.

[CONFIDENCIAL]

V. FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO. COMPETENCIA PARA RESOLVER

De acuerdo con el artículo 5.1.c) de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, a la CNMC compete “*aplicar lo dispuesto en la Ley 15/2007, de 3 de julio, en materia de conductas que supongan impedir, restringir y falsear la competencia*”. El artículo 20.2 de la misma ley atribuye al Consejo la función de “*resolver los procedimientos sancionadores previstos en la Ley 15/2007, de 3 de julio*” y según el artículo 14.1.a) del Estatuto Orgánico de la CNMC aprobado por Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto, “*la Sala de Competencia conocerá de los asuntos relacionados con la aplicación de la Ley 15/2007, de 3 de julio*”.

⁶² Una transcripción completa se recoge en el Anexo IV al PCH.

En consecuencia, la competencia para resolver este procedimiento sancionador corresponde a la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC.

SEGUNDO. OBJETO DE LA RESOLUCIÓN Y NORMATIVA APLICABLE

En el presente expediente sancionador esta Sala debe resolver, sobre la base de la instrucción realizada por la DC que se recoge en el Informe y Propuesta de Resolución, si las prácticas investigadas constituyen una infracción del artículo 1 de la LDC (el artículo 1 de la Ley 16/1989 y de la Ley 15/2007) y del artículo 101 del TFUE.

Se trata en el presente expediente de una conducta que se habría mantenido de forma continuada en el tiempo al menos desde el año 2006 hasta el año 2016.

Como ha señalado reiteradamente la Autoridad de la Competencia en sus resoluciones⁶³, resultaría indiferente aplicar uno u otro preceptos legales si bien, de acuerdo con lo dispuesto hasta ahora en el artículo 128 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y que la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público recoge igualmente (art. 26), deberá ser aquélla que sea más beneficiosa para el infractor en el caso concreto, conforme a los principios de irretroactividad de la norma sancionadora más desfavorable y de retroactividad de la más favorable.

La aplicación más favorable de la Ley 15/2007 ha sido reconocida en anteriores ocasiones no sólo por el Consejo de la CNC y de la CNMC sino también por la Audiencia Nacional⁶⁴. Esta apreciación de la Ley 15/2007 como ley más favorable resulta, entre otros elementos de juicio, del sistema de graduación de las infracciones inexistente en la legislación anterior, del establecimiento de topes máximos al importe de algunas sanciones de cuantía inferior al general previsto por el artículo 10 de la Ley 16/1989, de la reducción de los plazos de prescripción para algunas de las conductas tipificadas o de la posibilidad, común a todos los que hayan participado en un cártel, de solicitar la exención del pago de la multa o la reducción del importe de la multa en aplicación del programa de clemencia, introducido precisamente por la Ley 15/2007.

En atención al carácter más beneficioso de Ley 15/2007, ésta es la norma aplicable al presente procedimiento sancionador.

Por otro lado, en este expediente el mercado afectado en el que se desarrolla la conducta infractora abarca todo el territorio nacional. En la medida en que los hechos objeto de investigación contemplan la prestación del derivado financiero de cobertura del tipo de interés asociado al crédito sindicado en todo el territorio

⁶³ A título de ejemplo, resoluciones del Consejo de la CNC de 23 de febrero de 2012, Expte. S/0244/10 Navieras Baleares, y de 15 de octubre de 2012, Expte. S/0318/10 Exportación de sobres, y Resoluciones de la CNMC de 22 de septiembre de 2014, Expte. S/0428/12 Palés, de 4 de diciembre de 2014, Expte. S/0453/2 Rodamientos Ferroviarios y de 28 de mayo de 2015 (Expte. S/0471/13 Concesionarios AUDI/SEAT/VW).

⁶⁴ Así, sentencia de 2 de abril de 2014, recurso 194/2011, L'OREAL ESPAÑA S.A. y L'OREAL S.A.

nacional, parte sustancial del territorio de la Unión Europea, y teniendo en cuenta los mercados de productos financieros afectados y la posición e importancia de las empresas involucradas, se cumple el criterio de afectación al comercio intracomunitario, desarrollado en la Comunicación de la Comisión Europea de directrices relativas al concepto de efecto sobre el comercio intracomunitario, que determina la aplicación del artículo 101 del TFUE, de acuerdo con el Reglamento 1/2003. Las conductas investigadas son efectivamente susceptibles de afectar de modo apreciable al comercio intracomunitario, dado que cualquier potencial prestamista comunitario que opere en territorio español y precise de un préstamo sindicado puede verse afectado por las prácticas objeto de este expediente.

TERCERO. PROPUESTA DE RESOLUCIÓN DEL ÓRGANO INSTRUCTOR

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.

Finalizada la instrucción del expediente, teniendo en cuenta la información obrante en el mismo, la DC en su informe elevado el pasado 26 de abril de 2017, propone a esta Sala la siguiente imputación, conforme lo dispuesto en el artículo 50.4 de la LDC:

“Primero. Que se declare la existencia de una conducta prohibida por el artículo 1 de la Ley 16/1989 y la Ley 15/2007, así como por el artículo 101 del TFUE, consistente en la vinculación, coordinación y fijación del precio de las opciones utilizadas como cobertura del riesgo del tipo de interés en préstamos sindicados en project finance.

Segundo. Que se declaren responsables de dicha infracción a CAIXABANK, S.A., BANCO SANTANDER S.A., BANCO DE SABADELL. S.A. y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.

Tercero. Que la conducta prohibida se tipifique, a los efectos de determinación de la sanción a imponer, como infracción muy grave del artículo 62.4.a) de la LDC.

Cuarto. Que se imponga la sanción prevista en el artículo 63 de la LDC, teniendo en cuenta los criterios para la determinación de la sanción previstos en el artículo 64 de la LDC.

Quinto. Que se intime a CAIXABANK, S.A., BANCO SANTANDER S.A., BANCO DE SABADELL. S.A. y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. para que en el futuro se abstengan de realizar la conducta sancionada y cualesquiera otras de efecto equivalente”.

Conforme se expresa en el apartado (173) de la PR, de los hechos acreditados en el expediente el órgano instructor entiende acreditada la existencia de *“una infracción única y continuada de los artículos 1 LDC y 101 TFUE, derivada de la actuación coordinada entre las entidades bancarias para la prestación del derivado financiero de cobertura del tipo de interés asociado al crédito sindicado, que tiene un objeto y efecto restrictivo de la competencia, al imponer condiciones desproporcionadas al prestatario, eliminar la competencia entre estas entidades bancarias y al fijar precios de forma concertada”*.

Esta actuación coordinada se sustanciaría a través de dos conductas relacionadas entre sí (apartado 174 de la PR):

- La vinculación injustificada de la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las entidades bancarias que dan el crédito sindicado.
- La coordinación entre las entidades bancarias, a espaldas del cliente, para la fijación del precio del derivado.

Según expresa la DC es *“la obligación de contratar la cobertura de tipos de interés con las mismas entidades con las que se ha contratado el préstamo sindicado la que permite que las entidades se coordinen y acuerden la fijación del precio del derivado, impidiendo la competencia tanto de terceros como entre ellas”*.

Asimismo, señala el órgano de instrucción, *“no existiría una justificación objetiva para estas conductas ni sería aplicable a las mismas la exención prevista en los artículos 1.3 LDC y 101.3 TFUE, en la medida que, como se ha verificado anteriormente, resulta desproporcionado exigir la contratación sindicada del derivado financiero de cobertura del tipo de interés”*.

En conclusión, la Dirección de Competencia considera que en el presente expediente ha quedado acreditado que *“al menos entre los años 2006 y 2016, BBVA, SANTANDER, CAIXABANK y SABADELL han incurrido en una conducta colusoria, contraria a los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE, consistente en la coordinación para la fijación de un precio común de los derivados de tipo de interés que obligaban a contratar con ellas mismas como cobertura del riesgo de tipo de interés de un préstamo sindicado”*.

CUARTO. VALORACIÓN DE LA SALA DE COMPETENCIA

4.1 Delimitación de la conducta constitutiva de infracción. Antijuridicidad

Como expresaba el apartado (248) del PCH, el objeto del presente expediente es valorar si la actuación coordinada de las entidades bancarias incoadas a la hora de fijar el precio⁶⁵ de los derivados, utilizados como cobertura del riesgo de

⁶⁵ En esta sección, la fijación del “precio” debe ser entendido en el contexto de esta infracción como referida a la fijación del tipo fijo de los swap o del tipo *floor* de los *collar*, y no en el sentido de fijar el coste que tiene que pagar el cliente por el instrumento de cobertura.

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.

Dicha actuación coordinada, como ya se ha expuesto, ha sido acreditada en el expediente a través de los hechos reseñados en el apartado 6 del mencionado PCH (párrafos 115 a 247), sintetizados en el apartado IV de la presente resolución.

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”*.

Adicionalmente, 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”*.

Sin perjuicio de que, en el apartado relativo a la responsabilidad, esta Sala se pronuncie sobre la concreta individualización de las imputaciones realizadas a cada una de las entidades incoadas, corresponde a la Sala valorar, partiendo de la propuesta elevada por el órgano de instrucción, si las prácticas investigadas constituyen la infracción única y continuada de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE propuesta por el órgano de instrucción.

Para determinar la existencia de la citada infracción, la Sala considera 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 imputadas.

En esta línea, se estima conveniente analizar en primer lugar 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 fue la conducta inicialmente valorada como infracción por la Dirección de Competencia en el PCH notificado el 13 de enero de 2017 y sobre la que las partes emitieron las alegaciones que consideraron oportunas en febrero de 2017, según se recoge en el antecedente 21 de la presente resolución.

A continuación, la Sala procederá a analizar 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

De todas formas, los dos sentidos están directamente relacionados, porque al fijar los tipos fijos de los *swap* o los tipos *floor* de los *collar* se determina el coste o precio del respectivo derivado para el cliente.

bancarias que dan el crédito sindicado, segunda conducta incluida –junto con la anterior- como parte de la infracción única y continuada de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE finalmente imputada por la Dirección de Competencia en la propuesta de resolución notificada a las partes el 31 de marzo de 2017. Sobre dicha imputación las partes también presentaron las alegaciones que consideraron oportunas a lo largo del mes de abril de 2017, tal y como se describe en el antecedente 23 de la presente resolución.

4.1.1. Coordinación para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado destinado a project finance

En el presente apartado la Sala procederá a valorar si la actuación concertada entre las entidades bancarias imputadas, dirigida a la fijación del precio del derivado (que genera en el cliente una apariencia falsa de que tal precio se establecía, conforme a lo acordado contractualmente, “*en condiciones de mercado*”) constituye una infracción de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE.

Como se ha expuesto, la citada conducta fue imputada como infracción a las citadas cuatro entidades bancarias en el PCH (apartado 265 del PCH) y posteriormente incluida como parte de una infracción única y continuada de los artículos 1 de la LDC y del 101 TFUE finalmente imputada a los bancos por la Dirección de Competencia en la propuesta de resolución (apartado 174 de la PR).

Como se desarrollará a continuación con detalle, en el presente expediente, la Sala considera que la DC ha acreditado que el objeto de la coordinación ha sido ilícito y ha buscado falsear las condiciones de competencia. Sin perjuicio de ello, la DC ha acreditado igualmente que tal comportamiento ha imposibilitado la generación de eficiencias para los prestatarios (única justificación de la vinculación y coordinación entre los bancos), por lo que los efectos de las conductas han sido negativos para los clientes contratantes de los derivados.

Como indicaba la DC en el PCH (249), no se cuestiona 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.

La instrucción realizada por la DC ha permitido determinar que los contratos de financiación sindicada formalizados por las entidades incoadas analizados en este expediente recogen la obligación de contratar un instrumento de cobertura que, por regla general, debe ser contratado con las mismas entidades acreedoras de forma bilateral e independiente y establecen que el derivado financiero se contratará “*en condiciones de mercado*”, tal como se detalla en la Propuesta de Resolución de la DC –párrafos (182) a (194) del PCH, especialmente, párrafo (189)–.⁶⁶

⁶⁶ Vid., a título de ejemplo, folios 2727-2728 del expediente. Así se recoge en los contratos que se citan *supra*, notas a pie 27 y 30.

Esta Sala de Competencia constata que el expediente contiene suficientes evidencias y elementos probatorios para acreditar 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*. Esas pruebas se recogen en (i) la propia denuncia de VAPAT, (ii) la información recabada por la DC a resultados de requerimientos de información remitidos a las cuatro entidades incoadas, al ICO y a una serie de empresas que, de acuerdo con la información proporcionada por las primeras, habrían suscrito derivados para la cobertura del riesgo de tipo de interés en préstamos sindicados destinados a *project finance*; (iii) correos electrónicos intercambiados entre las entidades y el cliente y (iv) conversaciones entre los bancos previas al cierre de las operaciones en las que se abordaba la fijación del tipo *floor* y/o del tipo fijo *swap*. Adicionalmente, esta Sala acordó el 21 de septiembre de 2017 actuaciones complementarias y práctica de prueba, en virtud de la cual se recabó informe del Banco de España (folios 47892-47903).

La DC⁶⁷ ha analizado una primera lista de 2.008 operaciones celebradas entre 2006 y 2008 que, según las entidades incoadas, se corresponden con derivados asociados a préstamos sindicados⁶⁸ y una segunda lista de 545 operaciones, de la misma naturaleza que las anteriores, celebradas entre 2012 y 2016⁶⁹. A través de distintos requerimientos a empresas y bancos se ha tenido acceso y se ha estudiado la documentación (escrita y, en ciertos casos, en forma de grabaciones) relativa a distintos proyectos financiados con créditos sindicados y a los instrumentos de cobertura asociados. De esos instrumentos de cobertura finalmente se han estudiado una serie de *collars* y *swaps* tanto del Grupo VAPAT (BAJOZ, HORNIJA, ESQUILVENT y CYL) como de otras empresas y que están recogidos en los Anexos I y III del PCH⁷⁰.

Los hechos acreditados como resultado de la instrucción ponen de manifiesto la conducta, desarrollada por las entidades incoadas, de colusión para la fijación de condiciones económicas del derivado alejadas de las de mercado, condiciones económicas que quedan determinadas por el nivel o “precio” pactado para el tipo *floor* o el tipo fijo del *swap*. Efectivamente, esta Sala coincide con el análisis de la DC en que la información que obra 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 –en lo que afecta a este expediente– 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

⁶⁷ Párrafo (250) del PCH.

⁶⁸ CAIXABANK, 964; BBVA, 373; SANTANDER, 481; y SABADELL, 190.

⁶⁹ CAIXABANK, 125; BBVA, 101; SANTANDER, 228; SABADELL 91. El carácter continuado de la conducta se analiza en el fundamento de derecho 4.3.

⁷⁰ Folios 42139-42140 y 42163-42171 del expediente.

acuerdo entre las entidades con carácter previo al cierre de la operación de cobertura, y sin conocimiento del cliente sobre tal coordinación.

Considera esta Sala de Competencia que la concertación de los bancos incoados 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 la valoración de conductas colusorias, dado su especial potencial de distorsión de la competencia, no se exige la prueba de efectos reales contrarios a la competencia cuando se ha determinado que éstas 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, dado que el tipo infractor no requiere que se alcance efectivamente la finalidad de falsear la libre competencia, basta que se tienda a ese fin en la realización de la conducta, tenga o no éxito la misma⁷¹.

No obstante, 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”.

Finalmente, la Sala considera que las prácticas investigadas no pueden calificarse como restricciones accesorias a una práctica empresarial legítima ni se encuentran exentas de la prohibición en virtud de la aplicación de los artículos 1.3 de la LDC y 101.3 del TFUE, al no cumplir los requisitos previstos en dichos apartados para la aplicación de la exención legal prevista en los mismos.

- Restricción por objeto

En la detallada documentación que sirve para articular la operación de préstamo sindicado y en la que se refiere a la cobertura se señala exclusivamente, como indicación de la forma en la que se fija el tipo *floor* del *collar* o el tipo fijo del *swap*, que el mismo se determinará “*en condiciones de mercado*”.

Resulta relevante aclarar que la mención a que estos tipos se fijarán “*en condiciones de mercado*” debe ponerse en el contexto del mercado afectado por la infracción. No existe un mercado organizado de derivados para la cobertura de riesgo de tipos de interés de préstamos sindicados destinados a *project finance*. La cobertura en estos supuestos es un derivado acordado a medida entre las partes (OTC), no estandarizado, que no puede negociarse como tal en mercados organizados y para el que no existe por tanto tampoco un precio cotizado públicamente que pueda ser contrastado fácilmente por el cliente del producto. Al comprometerse a ofrecer el derivado “*en condiciones de mercado*”, los bancos se obligan a ofrecer el derivado en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia en esos momentos (“*fair value*”), de

⁷¹ Así, RCNC de 27 de marzo de 2012, Expte. S/0237/10 Motocicletas, refrendada específicamente en este aspecto por la sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de abril de 2015.

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.

Pese a la inexistencia de un mercado organizado de derivados para la cobertura de riesgo de tipos de interés de préstamos sindicados, los bancos que proveen estas coberturas consultan los mercados organizados que negocian derivados estandarizados de tipos de interés, para utilizar esos precios como dato en el cálculo del valor que tiene para ellos el instrumento de cobertura que ofrecen al cliente.

Como se ha explicado en el primer apartado de esta resolución, en el caso del *collar*, una vez fijado el tipo *cap* (por el que el cliente tendría que pagar una prima al banco proveedor), para cada banco hay un único tipo *floor* (por el que el banco tendría que pagar una prima al cliente) que garantiza que la prima del *cap* y la prima del *floor* sean iguales. Ese tipo *floor* sería el “precio de mercado”, el único que asegura que la prima neta –la que paga el cliente por el *cap*, menos la que recibe por el *floor*, que es igual a la prima que debe pagar el cliente por el *collar*– sea nula. El acuerdo entre los bancos investigados, 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 cobertura⁷².

En el caso del *swap* el proceso es análogo: conforme a las condiciones de mercado en los mercados organizados de *swaps* de tipos de interés, sólo hay un tipo fijo del *swap* para el que el valor del derivado es nulo tanto para el cliente como para cada banco y ese tipo fijo es el “*precio en condiciones de mercado*”. La concertación entre las entidades incoadas para fijar un tipo fijo del *swap* más alto que el “*precio en condiciones de mercado*”, trae como consecuencia que el derivado tenga un valor negativo para el cliente y positivo para los bancos desde el mismo momento de la contratación, puesto que aumenta la probabilidad de que las liquidaciones del derivado se traduzcan en pagos del cliente a los bancos partícipes en la conducta aquí analizada. Como sucedía con los *collars*, esto implicaría que el cliente debería recibir en el momento de la contratación una prima del banco igual a ese valor negativo; si no la recibe, ese valor negativo equivale a un margen implícito a favor de los bancos, que el cliente asume sin su conocimiento en el momento de la contratación, en contra de lo previsto en el contrato de cobertura.

⁷² El cliente irá pagando posteriormente ese margen, en mayor o menor medida, en función de la evolución efectiva de los tipos de interés de referencia.

La instrucción del expediente ha permitido acreditar⁷³ 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* o del tipo fijo *swap* se realizaba mediante un proceso en el que todas las entidades financieras tenían acceso al mismo precio de mercado del *floor* o del *swap*, 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*”⁷⁴. Al ser las metodologías de cálculo del precio en condiciones de mercado de carácter complejo, variadas y diferentes para cada entidad, este valor no resultaba fácilmente observable para el cliente, quien a lo sumo –si dispone de asesoramiento técnico especializado– podría acceder a un valor aproximado al de mercado. En tal contexto se produce, con carácter previo al cierre de la cobertura, la conducta colusoria de las entidades proveedoras del producto derivado, las cuales unifican consensuadamente al alza el tipo o “precio” ofrecido al cliente –el tipo *floor* del *collar* o el tipo fijo del *swap*, según los casos– de manera que sea superior al “*precio en condiciones de mercado*”.

Esta Sala entiende que el falseamiento de la competencia, consistente en la concertación analizada en este expediente 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 no justifica, ni mucho menos exige, 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 que se analiza es apta *per se* para generar efectos negativos, a través de los precios acordados de forma colusoria, sobre la calidad de los derivados contratados, esto es, 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 por objeto, lo que hace innecesario el examen de los efectos de la misma para configurarla como vulneradora del artículo 1.1 de la LDC y 101 del TFUE, en el sentido de la sentencia del TJUE de 11 de septiembre de 2014 (asunto C-67/13 P *Groupement des cartes bancaires*).

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 operaciones*”, “*desafortunadas bromas entre operadores*”⁷⁵, “*grabaciones de determinadas operaciones puntuales [...]*

⁷³ Como puede corroborarse en los audios de los cierres de las operaciones analizados.

⁷⁴ Correo electrónico de 25 de marzo de 2010 dirigido al cliente VAPAT por SABADELL con copia al resto de entidades incoadas, folio 690.

⁷⁵ Alegaciones de CAIXABANK a la PR, folio 46637.

*sacadas de contexto*⁷⁶. 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*”⁷⁷.

Los bancos investigados han hecho un importante esfuerzo probatorio, tanto en sus alegaciones como a través de los informes periciales aportados⁷⁸, para argumentar 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*”. Asimismo, se alega por las entidades incoadas que tal es el uso habitual en otras 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*”⁷⁹. Tal argumentación está en directa conexión con las alegaciones referidas a la condición de producto único, desde la perspectiva económica, de financiación (préstamo sindicado sénior a tipo variable) y cobertura (derivado), que no serían sino dos componentes del mismo producto⁸⁰.

No obstante, tales alegaciones no tienen capacidad de desvirtuar el reproche que se realiza, consistente en 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*”, lo cual proporcionaría al cliente el elemento de contraste necesario y disciplinaría 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*”. Es el acuerdo colusorio previo de los bancos que se imputa como infracción, que antecede a la negociación final con el cliente a través de teleconferencia, el que permite a las entidades investigadas eliminar la incertidumbre indisociable a 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 ellas, a espaldas y con total desconocimiento del cliente.

Frente a esta consideración no aportan las incoadas justificación a su conducta que pueda admitirse como suficiente por el mero hecho de señalar que “*resulta inevitable que el precio final se alinee con el precio de la entidad que cotiza el precio individual superior*”⁸¹ o que “*la marginalidad en el precio es una realidad intrínseca a todos los sindicados, ya sea en la financiación o en el derivado*”⁸². Tal como se desprende de los hechos acreditados en este expediente, el modo

⁷⁶ Alegaciones de SABADELL a la PR, folio 46475.

⁷⁷ Alegaciones de CAIXABANK al PCH (folios 44378-44379); en similar sentido, SABADELL, en las alegaciones al PCH (folios 43527 y 43528).

⁷⁸ Así, apartado 4.2.2 y conclusión 4ª y el del Informe de KPMG.

⁷⁹ Respuesta a la cuestión 5.5 del documento de preguntas y respuestas de SANTANDER de fecha 13 de diciembre de 2016 (folios 41642 a 41696 del Expediente).

⁸⁰ Así, a título de ejemplo, alegaciones a la PR del SANTANDER (folio 46471), de CAIXABANK (folio 46622) y de BBVA (folio 46884). En detalle, informe pericial COMPASS LEXECON “Análisis económico de las razones por las que la financiación de un *project finance* y la cobertura del riesgo de tipos de interés forman parte de un único producto”.

⁸¹ Alegaciones BBVA a la PR, folio 46962.

⁸² Alegaciones de SANTANDER a la PR, folio 46431.

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.

Los audios recabados durante la instrucción relativos a las operaciones de derivados financieros analizadas ponen 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 (folio 22071: **[Confidencial]**; folios 3814 y 22060: **[Confidencial]**; folio 5535: **[Confidencial]**).

La conducta desarrollada por los bancos investigados 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”⁸³, configurando, por el contrario, 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.

En sus alegaciones a la PR SANTANDER afirma (folio 46428) que la conducta de las partes, al sindicar el derivado, no entra dentro del ámbito de aplicación de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE, “*resultando legítimo que las entidades actúen como una unidad y realicen una oferta conjunta*” y siendo “*de todo punto irrelevante, desde la perspectiva de la aplicación de la normativa sobre competencia, si el precio unitario ofrecido por las entidades cumple, o no, con lo estipulado en el acuerdo que éstas han suscrito con el cliente*”. Añadiendo posteriormente (folio 46431) que “*la cuestión que plantea la DC sobre si los Bancos investigados aplicaron, o no, el precio de mercado que habían pactado multilateralmente con el cliente o si, por el contrario, añadieron un sobreprecio, es una cuestión que resulta completamente ajena al ámbito de la competencia*”.

La Sala no puede aceptar tal argumentación ya que la dinámica de actuación de los bancos observada en los hechos acreditados muestra una realidad radicalmente distinta, donde las ofertas individuales autónomas de los bancos del sindicato efectuadas de manera transparente sin un acuerdo colusorio previo –aunque fuera como paso previo para llegar a un acuerdo conjunto con el cliente– permitirían la determinación del precio del derivado en unas condiciones sensiblemente diferentes a la oferta ilícita y conjuntamente pactada de antemano entre todos los bancos afectados para fijar precios por encima de los de mercado.

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 imputadas logran que la determinación del precio del derivado se realice de forma más beneficiosa para ellas y con mayor coste para el cliente a

⁸³ Alegaciones de BBVA al PCH, folio 44225.

como se realizaría si se hubieran limitado a presentar individualmente sus propuestas en la negociación final sin colusión previa. Tal y como muestran los audios incorporados al expediente, la valoración individual por cada banco del precio a ofrecer al cliente, basada en la información que tiene a su disposición de forma autónoma, puede ser significativamente distinta de la valoración pactada conjuntamente por todos los integrantes del crédito sindicado de espaldas al cliente.

Las conductas colusorias desarrolladas por las entidades bancarias imputadas causan una significativa asimetría de información entre dichas entidades bancarias y el cliente al que se concede el préstamo, dado que este ignora completamente que la concertación previa entre dichas entidades ha modificado las posiciones que se le van a comunicar. Esta asimetría de información otorga a las entidades bancarias imputadas una clara ventaja en la negociación final del precio de la operación que se desarrolla ante notario.

En este contexto, no puede aceptarse la afirmación de que la necesidad de sindicación del derivado excluye directamente la aplicación de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE y que, por lo tanto, no afecta a la competencia. Es precisamente este alejamiento constatado del precio aplicado respecto al precio pactado en “condiciones de mercado” lo que desvirtúa la justificación que plantean las incoadas respecto a la vinculación al crédito de la cobertura y su sindicación, esto es el estar mejor posicionadas (por conocimiento del proyecto, de su financiación y de sus riesgos) para ofrecer precisamente el precio más favorable. Es decir, no puede aceptarse la eliminación de la competencia de terceros en la provisión de la cobertura si no es porque el cliente va a obtener las mejores condiciones en el derivado, lo cual no se ha acreditado en este expediente, como se verá más adelante. Muy al contrario, 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 incoadas. 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”. Tal comportamiento es, por su objeto, como se ha indicado, contrario a la normativa de competencia.

Como ha afirmado el Tribunal de Justicia de la UE en su reciente sentencia de 23 de enero de 2018 (asunto C-179/16, *F. Hoffmann-La Roche y otros*), las prácticas colusorias entre empresas competidoras que tienen como objetivo la difusión de información engañosa en un contexto caracterizado por la incertidumbre pueden constituir una restricción de la competencia por su objeto. El Tribunal considera que *“una práctica colusoria que persigue los objetivos descritos en el apartado 92 [información engañosa dirigida a inducir a error y a exagerar la percepción por el público de determinados riesgos] tiene un grado de nocividad para la competencia suficiente para que resulte superfluo el examen de sus efectos”*.

Por otra parte, interesa tener en cuenta que los bancos imputados han ofrecido con mucha frecuencia a los clientes *collars* o *swaps* de tipos de interés, que no

son los más adecuados desde la perspectiva de las necesidades del cliente y los riesgos que pretenden cubrirse. Ya se ha considerado en esta resolución que es razonable que los bancos impongan, al cliente de un crédito sindicado destinado a la financiación de proyectos, la obligación de contratar una cobertura de tipos de interés. En efecto, en este tipo de proyectos no hay una persona jurídica que se responsabilice del crédito, sino que es el propio proyecto el único garante del servicio de la deuda y de la devolución del principal, y la viabilidad del proyecto puede verse comprometida en caso de una subida del tipo de interés utilizado en el crédito por encima de determinado nivel.

Sin embargo, esta finalidad podría alcanzarse con un *cap* de tipos de interés, que el cliente adquiriría al banco a cambio del pago de una prima. Con este derivado sencillo, a la vez que protegen al cliente a cambio de un coste claramente explicitado, los bancos se protegen en cierto modo a sí mismos –por eso imponen la cobertura como una condición para la concesión del crédito sindicado– porque protegen la rentabilidad que esperan recibir del crédito sindicado al reducir el riesgo de impago por subida del coste de la financiación.

En cambio, los bancos ofrecen generalmente a los clientes, como instrumento de cobertura, derivados más complejos (*swap* o *collar*). Con estos derivados los bancos no se limitan a ofrecer una cobertura a los clientes frente a la subida de tipos de interés –que, como se ha dicho, les sirve a los bancos para proteger su propia inversión en el crédito concedido–, sino que, adicionalmente, logran protegerse a sí mismos –total o parcialmente– de una bajada en el tipo de interés del crédito sindicado que reduciría sus ingresos por intereses. Este beneficio adicional que reciben los bancos por el derivado complejo les permite ofrecérselo al cliente “a coste cero” o “a precio de mercado”. Por eso, si pactaran un tipo fijo del *swap* o un tipo del *floor* superior al que asegura un coste nulo para el cliente, los bancos obtendrían un doble beneficio por el que, además, estarían recibiendo ingresos del cliente.

Por otra parte, ha quedado acreditado en este expediente que los bancos en muchas ocasiones no pactaron explícitamente las comisiones o márgenes que iban a cobrar en la confirmación del contrato de cobertura (en torno a un 30% de los casos analizados⁸⁴) y en otras ocasiones (más numerosas, en torno al 60%) previeron explícitamente que no cobrarían margen o diferencial alguno⁸⁵.

⁸⁴ Ver confirmaciones o confirmaciones junto a CMOF en Folios 206-225, 254-261, 262-279, 280-299, 328-345, 364-385, 386-409, 432-499, 500-573, 9363-9369, 9892-9894, 16126-16143, 17230-17249, 17567-17570, 17793-17796, 17797-17805, 17805-17811, 17820-17829, 18168-18177, 18178-18183, 18184-18190, 18420-18427, 19159-19168, 21185-21202, 26713-26754, 26755-26798, 27328-27361, 27362-27383, 27384-27419, 27428-27451 y 27486-27507. Los casos analizados son los derivados recogidos en los Anexos I y III del PCH (folios 42139-42140 y 42163-42171).

⁸⁵ Ver confirmaciones o confirmaciones junto a CMOF en folios 188-205, 226-253, 300-327, 346-363, 410-431, 574-645, 9373-9443, 9444-9517, 9895-9904, 11698-11702, 11706-11710, 11714-11718, 11722-11726, 11775-11784, 12731-12790, 12791-12848, 12849-12910, 12911-12970, 12971-13030, 14093-14112, 14113-14133, 14134-14152, 15143-15146, 15147-15166, 15167-15184, 15185-15220, 15221-15226, 15812-15825, 15826-15836, 15837-15846, 15847-15859, 16080-16093, 16094-16109, 16110-16125, 16338-16343, 16351-16355, 16356-16358, 16359-16362, 16393-16400, 16775-16783, 16843-16848, 16904-16909, 17250-17267, 17268-17283, 17558-17566, 17571-17578, 17579-17586, 17587-17595, 17812-17819, 17830-17835, 18428-18438, 18439-18443, 18444-18451, 19169-19174, 19175-19180, 19181-19186, 21167-21184, 21203-21220, 21221-21248, 21249-21272, 21273-21294, 21295-21316, 26276-26296, 26297-26323, 26324-26345, 26346-26363, 27452-27485, 27508-27529.

En estas condiciones, cualquier valoración negativa del derivado en el momento de la contratación, consecuencia de fijar un tipo *floor* o un tipo fijo del *swap* alejado del “*precio en condiciones de mercado*” –que se traduciría en un coste para el cliente– resultaría totalmente injustificada.

Pero incluso si estuviera previsto en el contrato de cobertura el cobro de un margen operativo al cliente, conviene no perder de vista que el beneficio adicional que obtienen los bancos –al ofrecer el derivado a un cliente al que han concedido un crédito sindicado, reducen a la vez el riesgo de impago del préstamo y su propio riesgo de tipo de interés–, junto con el menor riesgo que afrontan por el detallado conocimiento que tienen del cliente y del proyecto, haría que ese margen debiera ser mucho más reducido de lo que se cobraría por ese mismo instrumento de cobertura en otras circunstancias.

Además, no conviene olvidar que los bancos –sobre todo el banco agente– deben actuar también como asesores del cliente en la elección del producto que mejor atienda sus necesidades y que eso se traduciría en una especial diligencia para cumplir las obligaciones de transparencia e información que tratan de eliminar lo más posible la asimetría de información entre el banco y su cliente. Por el contrario, el hecho de que los bancos realicen acuerdos a espaldas del cliente para ofrecer tipos del *swap* o del *floor* por encima de los tipos de mercado, concertándose para dar al cliente explicaciones alternativas que fueran creíbles, ha reforzado esa asimetría, debilitando la posición negociadora del cliente que además tiene que negociar conjuntamente el crédito sindicado y la cobertura de tipos de interés.

- El supuesto carácter accesorio de la restricción

Varias de las entidades imputadas señalan en sus sucesivas alegaciones que la concertación entre entidades para establecer un precio común de cobertura, de considerarse restrictiva, constituye una restricción accesorio a una colaboración empresarial legítima como es el *project finance*. Así, el BBVA (folios 46969-46978) señala que la accesoriedad de esta restricción de la competencia y, por tanto, la ausencia de infracción del artículo 1 de la LDC, viene determinada por el cumplimiento escrupuloso de los tres requisitos exigidos por la jurisprudencia española y comunitaria sobre restricciones accesorias: la relación directa de dicha restricción con una colaboración empresarial legítima, su necesidad y su proporcionalidad.

Esta Sala no comparte las alegaciones relativas a que en el presente caso la concertación entre entidades para establecer un precio común de cobertura constituye una restricción accesorio a una colaboración empresarial legítima como es la financiación del proyecto, necesaria y proporcionada.

Como señala el TJUE en la citada sentencia de 23 de enero de 2018 (asunto C-179/16),

“de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que si una operación o una actividad determinada no está comprendida en el principio de prohibición previsto en el artículo 101 TFUE, apartado 1, por su

neutralidad o por su efecto positivo en el ámbito de la competencia, una restricción de la autonomía comercial de uno o varios de los participantes en dicha operación o actividad tampoco está comprendida en dicho principio si tal restricción es necesaria objetivamente para llevar a cabo la mencionada operación o actividad y proporcionada a los objetivos de una u otra (sentencia de 11 de septiembre de 2014, MasterCard y otros/Comisión, C-382/12 P, Rec, EU:C:2014:2201, apartado 89 y jurisprudencia citada)”.

Y añade:

- 70 *En efecto, cuando no es posible disociar tal restricción de la operación o la actividad principal sin comprometer la existencia y los objetos de éstas, se debe examinar la compatibilidad de dicha restricción con el artículo 101 TFUE conjuntamente con la compatibilidad de la operación o de la actividad principal de la cual es accesorio, y ello aun cuando, tomada de forma aislada, dicha restricción pudiera parecer, a primera vista, comprendida en el principio de prohibición del artículo 101 TFUE, apartado 1 (sentencia de 11 de septiembre de 2014, MasterCard y otros/Comisión, C-382/12 P, EU:C:2014:2201, apartado 90).*
- 71 *Cuando se trata de determinar si una restricción puede eludir la prohibición prevista en el artículo 101 TFUE, apartado 1, sobre la base de que es accesorio con respecto a una operación principal que no es contraria a la competencia, debe averiguarse si sería imposible llevar a cabo dicha operación sin la restricción en cuestión. Por el hecho de que dicha operación sólo sería más difícilmente realizable, o generaría menos beneficios sin la restricción en cuestión, no puede considerarse que dicha restricción tenga el carácter de objetivamente necesaria exigido para ser calificada de accesorio. En efecto, tal interpretación llevaría a ampliar dicho concepto a restricciones que no son estrictamente imprescindibles para llevar a cabo la operación principal. Ese resultado sería contrario al efecto útil de la prohibición prevista en el artículo 101 TFUE, apartado 1 (sentencia de 11 de septiembre de 2014, MasterCard y otros/Comisión, C-382/12 P, EU:C:2014:2201, apartado 91).*

Las entidades financieras incoadas consideran necesario que todas ofrezcan el mismo precio por la cobertura, porque si cada entidad ofreciera precios distintos al cliente (es decir, si fijaran el tipo *floor* o *swap* a diferentes niveles), el equilibrio en las garantías de los bancos desaparecería, ya que unos bancos empezarían antes que otros a hacer pagos al cliente, o a recibir pagos del cliente. Este argumento coincide con el informe del Banco de España relativo a las prácticas habituales en la cobertura de tipos de interés vinculada a créditos sindicados.

Sin embargo, aunque podría aceptarse que los bancos tuvieran que ofrecer un solo precio al cliente por el instrumento de cobertura, habría que asegurar que el precio ofrecido es el mejor de los posibles, es decir, el precio en condiciones de mercado que asegura el cumplimiento de la condición de no acarrear un coste para el cliente y para eso debería quedar claro el proceso por el que se determina ese precio, y tal proceso debería ser transparente para el cliente.

En el expediente ha quedado acreditado que los bancos imputados han pactado colusoriamente los precios de los instrumentos de cobertura que ofertaban a los clientes y 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. Ello resulta en todo caso desproporcionado con la finalidad que se pretende, esto es, la cobertura del riesgo de tipo de interés.

Como afirma el Tribunal de Justicia, si la eliminación de la coordinación para elevar el precio del derivado únicamente hace tal financiación más difícilmente realizable o generadora de menores beneficios *“no puede considerarse que dicha restricción tenga el carácter de objetivamente necesaria exigido para ser calificada de accesorio”*.

- La posible aplicación de la exención legal (art. 1.3 LDC y 101.3 TFUE)

A pesar de las alegaciones elevadas por las partes (BBVA, folios 46979-46985, SANTANDER folios 46428-46429), la Sala tampoco puede considerar que la conducta imputada se encuentre exenta de prohibición en virtud de los artículos 1.3 de la LDC y 101.3 del TFUE. Lo cierto es que las alegadas eficiencias de costes derivadas de la integración de la actividad de las entidades incoadas en la fase de prestación del derivado realmente no llegan a materializarse debido precisamente a la conducta colusoria que en esta resolución se analiza y reprocha. La cobertura unitaria ofrecida al cliente no resulta la más adecuada a las necesidades del mismo y no se le proporciona, en contra de lo acordado contractualmente, en condiciones de mercado. Y es precisamente esa colusión la que permite a los bancos incoados imponer una cobertura de tipos de interés en condiciones económicas alejadas del *“precio en condiciones de mercado”* y les habilita para lograr que el instrumento de cobertura tenga un valor negativo para el cliente y favorable o beneficioso exclusivamente, y siempre, para los bancos investigados.

Según dispone el apartado 3 del artículo 1 de la LDC, *“la prohibición del apartado 1 no se aplicará a los acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas que contribuyan a mejorar la producción o la comercialización y distribución de bienes y servicios o a promover el progreso técnico o económico, sin que sea necesaria decisión previa alguna a tal efecto, siempre que:*

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

El apartado 3 del actual artículo 101 del TFUE incide en la exigencia de idénticos requisitos y condiciones: mejora de la producción o distribución (o fomento del

progreso técnico o económico), participación equitativa de los usuarios en el beneficio resultante, ausencia de restricciones no indispensables para alcanzar tales objetivos e imposibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos afectados.

En opinión de la Sala, los bancos incoados no han conseguido en sus alegaciones demostrar cumplidamente que el eventual carácter indispensable de la restricción, consistente en que sean los propios bancos del sindicato los que presten el derivado, deba traducirse en la ulterior conducta consistente en subir concertada y significativamente el precio de ejecución del *floor* en el caso del *collar*, o del tipo de interés fijo en el caso del *swap*, justificándolo posteriormente en que *“de otra forma la operación no sería viable”*⁸⁶. Tampoco se ha demostrado que con esta alza de precio concertada las entidades imputadas permitan a los consumidores o usuarios (en este caso sus clientes) participar *“de forma equitativa”* en las ventajas de tal práctica, tal y como exige la norma que permite la exención legal de la práctica. Por el contrario, el análisis de los hechos acreditados durante la instrucción del presente expediente permite evidenciar que mediante la práctica imputada los bancos retiran o drenan de su cliente parte de las ventajas conseguidas mediante la sindicación del crédito, beneficiándose unilateralmente de pactar unas condiciones alejadas de las de mercado en un contexto en el que el cliente tiene de hecho posibilidades muy limitadas de cambiar de proveedor.

En conclusión, la Sala considera que la coordinación de precios colusoria, detectada e imputada como infracción por la Dirección de Competencia en el presente expediente, no puede considerarse un acuerdo exento en virtud de la aplicación de los artículos 1.3 de la LDC y 101.3 del TFUE al no cumplir las condiciones exigidas por ambos artículos. Como se ha examinado, tal coordinación impone una restricción que no es indispensable para el logro de las ventajas perseguidas, no permite a los clientes participar de forma equitativa de sus ventajas y consiente a las entidades bancarias participantes eliminar la competencia respecto de una parte sustancial del producto afectado.

4.1.2. La vinculación contractual entre el préstamo sindicado y el derivado

Como se ha expuesto anteriormente, la Dirección de Competencia en la propuesta de resolución (apartado 174 de la PR) imputa a las entidades bancarias investigadas una infracción única y continuada de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE compuesta por dos conductas individualizadas pero relacionadas entre sí: la concertación entre dichas entidades bancarias, a espaldas del cliente, para la fijación del precio del derivado por encima del de mercado (que fue imputada como infracción diferenciada en el PCH y acaba de examinarse) y la vinculación injustificada entre la concesión del crédito sindicado y la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas

⁸⁶ Alegaciones de SABADELL a la PR (folio 46470).

entidades bancarias que dan el crédito sindicado, que la Sala procede a analizar a continuación.

Tras el cierre de la fase de instrucción del expediente, la Dirección de Competencia considera acreditado que los bancos que conceden el crédito sindicado obligan a los clientes del préstamo 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 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).

Frente a esta imputación como infracción de la vinculación injustificada entre la concesión del crédito sindicado y la contratación del derivado, las entidades investigadas han desarrollado una amplia argumentación expuesta en las alegaciones presentadas a la PR a lo largo del mes de abril del pasado año⁸⁷.

A la vista de tales alegaciones, la Sala considera que la instrucción llevada a cabo por la DC no permite disponer de elementos suficientes para valorar y emitir un juicio concluyente sobre el carácter ilícito de la mera vinculación, aisladamente considerada, de la contratación del derivado para la cobertura del tipo de interés con las mismas entidades bancarias que conceden el crédito sindicado.

Por ello, si bien no puede descartarse que terceros puedan entrar en la cobertura -como de hecho ocurre en alguna operación analizada-, dada la complejidad de algunas operaciones de créditos sindicados para financiación de proyectos, tampoco puede excluirse a los bancos sindicados de la participación en los derivados para la cobertura del riesgo de interés de los créditos sindicados para *project finance* que ellos mismos conceden.

Ahora bien, en el presente expediente la vinculación puede haber servido como elemento facilitador de la conducta de fijación coordinada de un precio del derivado por encima del de mercado pero, como se ha expuesto en el apartado anterior, esta Sala considera inadmisibles, por contraria a la normativa de la competencia, la práctica colusoria consistente en fijar de forma concertada el precio del derivado, sin someterse a las condiciones vigentes en el mercado, o si se quiere, prevalerse de que la contratación del derivado se realice con los mismos bancos que otorgan el préstamo sindicado con el objeto de aplicar a la cobertura un precio único por encima del de mercado, en fraude de las expectativas contractuales del cliente.

Sin embargo, como resultado de la sola obligación de contratar la cobertura de tipos de interés con las mismas entidades con las que se ha contratado el

⁸⁷ Alegaciones presentadas el 20 de abril de 2017 por SANTANDER, SABADELL y CAIXABANK (folios confidenciales 46405-46448, 46464-46590 y 46612-46866), y el 24 de abril por BBVA (folios confidenciales 46883-47031),

préstamo sindicado no necesariamente se debería haber producido la conducta que esta Sala considera infractora, esto es, el que se trasladara al cliente un precio no determinado en condiciones de mercado, o mediante otros parámetros objetivos y conocidos por él. Los hechos acreditados obligan a circunscribir el análisis a la constatación de que, en el supuesto objeto del presente expediente, la circunstancia de que la contratación del derivado se produzca con las mismas entidades bancarias que conceden el préstamo se revela como un elemento posibilitador de la coordinación para la fijación del precio y condiciones del derivado, sin que tenga una condición autónoma respecto de la infracción investigada.

Es la actuación colusoria de los bancos incoados para, vulnerando las previsiones contractuales, no ofrecer la cobertura del préstamo sindicado en condiciones de mercado, la que ha quedado abundantemente acreditada en el expediente y la que configura una infracción tanto del artículo 1 de la LDC como del artículo 101 del TFUE.

Por tanto, no es posible en este caso concluir sobre la antijuridicidad del hecho, ni, en consecuencia, forma parte de la teoría del daño en este expediente, el hecho de que los bancos imputados obligaran a los clientes del crédito sindicado a contratar con los mismos bancos la cobertura frente al riesgo de tipos de interés. Sin embargo, en la medida en que el acuerdo de precios les permitía cargar a los clientes un coste por el instrumento de cobertura, en contra de lo pactado, se debilita enormemente el argumento de las imputadas para justificar la vinculación del crédito sindicado con la cobertura de tipos de interés. De existir la alegada racionalidad económica de esta vinculación, ésta habría quedado desplazada por la ulterior conducta consistente en la fijación colusoria del precio del derivado por las entidades prestamistas, por encima del precio en condiciones de mercado. No cabe servirse de argumentos relativos al invocado estándar internacional de prestación conjunta de los servicios de crédito y cobertura, en el ámbito de las financiaciones de proyectos, para tratar de soslayar la ilegítima colusión que se produce en la fase de fijación del precio del derivado para su determinación en condiciones no de mercado. La conducta colusoria que esta Sala reprocha ha generado que las eficiencias económicas⁸⁸ a las que se refieren las entidades de crédito en sus alegaciones se traduzcan de facto, desde la perspectiva del cliente, en un precio común de la cobertura no fijado en condiciones de mercado, en beneficio exclusivamente de las entidades incoadas.

Corresponde, conforme a lo anteriormente expuesto, circunscribir el alcance de la infracción, respecto del contenido en el Informe Propuesta de la DC, a la concertación entre los bancos sindicados para, aparentando un proceso de fijación de las condiciones económicas de la cobertura sujeto a ciertos parámetros objetivables, ofrecer al cliente un precio del derivado alejado del precio determinado en condiciones de mercado.

⁸⁸ Así, reducción de los costes de búsqueda de un tercero que proporcione la cobertura, eliminación del riesgo de impago en la provisión de la cobertura, eliminación de los problemas de selección adversa (folios 46421 de las alegaciones de SANTANDER a la PR e Informe COMPASS LEXCOM).

4.2 Definición de mercado relevante y dimensión geográfica de la conducta

Varias de las entidades imputadas presentan alegaciones referidas a una incorrecta definición de los mercados realizada durante la instrucción. Así, CAIXABANK (folio 46642) señala que la DC *“realiza una definición de los mercados supuestamente afectados por la conducta que resulta confusa y errada”* dado que a pesar de estructurar la Propuesta *“en torno a la existencia de dos productos separados: el crédito sindicado y su cobertura (aparentemente completamente independiente del anterior), el requerimiento de información que contiene la Propuesta no incluye ni una referencia a dicho mercado de derivados, y se centra en el mercado de los créditos sindicados”*. Por su parte, SABADELL (folios 46466-46467) considera que la instrucción no define el mercado deliberadamente y que con esta elusión se obvia un paso ineludible que vicia y anula el conjunto de su análisis. Según su parecer la jurisprudencia comunitaria señala que no se puede concluir que un acuerdo tiene por objeto o por efecto restringir la competencia sin definir previamente el mercado relevante, tanto desde el punto de vista del producto, como desde el punto de vista de su ámbito geográfico: el Tribunal General *“ha señalado en numerosas ocasiones que la definición del mercado relevante es una condición previa, necesaria e imprescindible para determinar si una conducta es contraria al artículo 101 TFUE”*.

Desde la perspectiva de una conducta colusoria del **artículo 1 de la LDC**, el análisis del mercado relevante no es imprescindible para determinar si ha existido o no infracción⁸⁹. Como expone el Tribunal de Justicia⁹⁰ *“en la aplicación del artículo 101 TFUE, apartado 1, la definición del mercado de referencia tiene como único objeto determinar si el acuerdo considerado puede afectar al comercio entre los Estados miembros y tiene por objeto o como efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado interior (sentencia de 11 de julio de 2013, Gosselin Group/Comisión, C-429/11 P, no publicada, EU:C:2013:463, apartado 75 y jurisprudencia citada)”*.

Debe precisarse, no obstante, que la definición del mercado contenida en la propuesta de resolución resulta, a juicio de esta Sala, correcta. El **mercado afectado** coincide con el mercado en el que se materializa la conducta infractora, esto es, el mercado de derivados de cobertura de tipo de interés asociados a préstamos sindicados en *project finance*.

En cuanto a la **dimensión y características del mercado afectado**, tal como viene señalando la Autoridad de la competencia⁹¹ y ratificando la jurisdicción

⁸⁹ Véanse, entre otras, las Resolución del TDC de 22 de julio de 2004, Expte. 565/03, Manipulados radiactivos; Resoluciones del Consejo de la CNC de 31 de julio de 2010, Expte. S/0120/10 Transitorios; de 2 de agosto de 2012, Expte. S/0287/10 Postensado y Geotecnia; de 8 de marzo de 2013, Expte. S/0329/11 Asfaltos de Cantabria y de 30 de julio de 2013, Expte. S/0380/11 Coches de Alquiler y Resolución de la CNMC de 23 de julio de 2015 (Expte. S/0482/13 Fabricantes de automóviles).

⁹⁰ Sentencia de 23 de enero de 2018 (asunto C-179/16)

⁹¹ A título de ejemplo, resolución de la CNC de 12 de enero de 2012 dictada en expediente sancionador S/0179/09 Hormigón y productos relacionados.

contenciosa⁹²: *“el concepto mercado afectado por la conducta infractora, que puede o no coincidir con el mercado de producto y geográfico relevante, no viene determinado por el territorio en el que las condiciones de competencia son homogéneas sino por el espacio geográfico en el que la infracción analizada haya producido o sea susceptible de producir efectos sobre las condiciones de competencia efectiva. Por tanto, su delimitación es pertinente en la medida en que es uno de los factores que conforme al art. 64.1.a) de la LDC la autoridad de competencia debe tener en cuenta para determinar el importe de la sanción”*.

En este expediente el **mercado geográfico afectado** abarca todo el territorio nacional, en la medida en que se imputan a las entidades incoadas conductas de naturaleza horizontal que, por su alcance y características, afectan en gran parte de los casos expuestos a la totalidad del mercado nacional o a una parte significativa del mismo, cumpliéndose el criterio de afectación al comercio intracomunitario que determina la aplicación del **artículo 101 del TFUE**. Adicionalmente, esta Sala confirma la necesaria aplicación del artículo 101 del TFUE, por cuanto de la naturaleza y características de las conductas analizadas, de los mercados financieros en los que se desarrollan las conductas, así como del carácter y de la dimensión de los operadores que han participado en las mismas, se deriva la existencia de unas prácticas susceptibles de tener afectación sensible sobre el comercio intracomunitario. La concertación entre competidores en materia de condiciones económicas con un alcance nacional, con la participación de las principales empresas del sector –como sucede en el caso presente–, constituye una práctica susceptible de afectar al comercio intracomunitario de manera apreciable. En consecuencia, la Sala de Competencia considera que la concertación sobre las condiciones económicas del derivado analizada en este expediente es susceptible de tener efectos sobre el comercio intracomunitario y, por tanto, es apta para infringir el artículo 101 del TFUE. Cualquier operador comunitario que opere en territorio español y pretenda optar a contratar un préstamo sindicado para un *project finance* puede verse afectado por la conducta objeto de análisis respecto de los derivados de tipos de interés utilizados como instrumentos de cobertura del riesgo de tales préstamos sindicados.

Se cumplen en definitiva los criterios de posible afectación apreciable al comercio entre Estados miembros desarrollados en la Comunicación de la Comisión Europea *Directrices relativas al concepto de efecto sobre el comercio intracomunitario* (2004/C 101/07) y en la jurisprudencia de la Unión Europea sobre la materia, lo que de acuerdo con el Reglamento 1/2003, obliga a la aplicación del artículo 101 del TFUE en el presente expediente⁹³.

⁹² Así, sentencia de la Audiencia Nacional de 8 de marzo de 2013, recurso 540/2010, confirmada en este extremo por la sentencia del Tribunal Supremo de 30 de enero de 2015.

⁹³ Tal como precisa el Tribunal de Justicia de la UE en su sentencia de 13 diciembre 2012 en el asunto C-226/11 (Expedia Inc. contra *Autorité de la Concurrence* y otros): “Procede recordar que, según reiterada jurisprudencia, de cara a la aplicación del artículo 101 TFUE (RCL 2009, 2300), apartado 1, la ponderación de los efectos concretos de un acuerdo es superflua cuando resulte que éstos tienen por objeto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia (véanse, en este sentido, las sentencias de 13 de julio de 1966, Consten y Grundig/Comisión, 56/64 y 58/64, Rec. p. 429, y de 8 de diciembre de 2011 [TJCE 2011,

4.3 Carácter único y continuado de la conducta y duración de la misma

Las alegaciones de los bancos investigados señalan que el expediente se restringe a un número concreto y limitado de operaciones de *project finance*, es decir, aquellas sobre las que versan las grabaciones, y no sobre todas aquellas en las que participaron las entidades incoadas entre los años 2006 y 2016, que son muchas más. Los bancos investigados alegan que “[...] *no se aprecian elementos complementarios entre todas aquellas operaciones que la Propuesta considera enmarcadas dentro del concepto de infracción única y continuada, ni la identificación de un objetivo común entre las Entidades*”⁹⁴ y que “*las brechas de inactividad existentes en el periodo 2007-2010 y en el periodo 2010-2012, y la ausencia de prueba de cualquiera de las conductas reprochadas en un número de operaciones más elevado que el de aquellas en las que sí existiría prueba, hacen patente la falta de concurrencia del requisito jurisprudencial del “plan común”, exigido para que pueda reconocerse una conducta infractora como única y continuada*”⁹⁵.

Respecto de la calificación de las prácticas acreditadas en este expediente como una infracción única y continuada, efectivamente, la jurisprudencia europea ha señalado que para que quede acreditada la misma, se debe producir la concurrencia en el comportamiento de las empresas incoadas de una serie de elementos. Así, “*para acreditar la existencia de una infracción única y continuada, la Comisión debe probar, en particular, que la empresa intentó contribuir con su propio comportamiento a la consecución de los objetivos comunes perseguidos por el conjunto de los participantes y que tuvo conocimiento de los comportamientos materiales previstos o ejecutados por otras empresas en la consecución de los mismos objetivos o que pudo de forma razonable haberlos previsto y que estaba dispuesta a asumir el riesgo (sentencia Comisión/Anic Participazioni, citada en el apartado 33 supra, apartado 87). [36] En efecto, las prácticas colusorias sólo pueden ser consideradas elementos constitutivos de un acuerdo único restrictivo de la competencia si se acredita que se inscriben en un plan global que persigue un objetivo común. Además, sólo si la empresa supo, o debería haber sabido, cuando participó en las prácticas colusorias que, al hacerlo, se integraba en el acuerdo único, su participación en las prácticas colusorias de que se trata puede constituir la expresión de su adhesión a dicho acuerdo (sentencia del Tribunal de 15 de marzo de 2000, Cimenteries CBR y otros/Comisión, T-25/95, T-26/95, T-30/95 a T-32/95, T-34/95 a T-39/95, T-42/95 a T-46/95, T-48/95, T-50/95 a T-65/95, T-68/95 a T-71/95, T-87/95, T-88/95, T-103/95 y T-104/95, Rec. p. II-491, apartados 4027 y 4112). [37] Así pues, de esa jurisprudencia se deduce que deben concurrir tres requisitos para acreditar la participación en una infracción única y continuada, a saber la existencia de un plan global que persigue un objetivo común, la contribución intencional de la empresa a ese plan y el hecho de que*

399], KME Germany y otros/Comisión, C-272/09 P, Rec. p. I-0000, apartado 65, y KME Germany y otros/Comisión, [TJCE 2011, 400] C-389/10 P, Rec. p. I-0000, apartado 75).”

⁹⁴ Alegaciones de CAIXABANK a la PR, folio 46658.

⁹⁵ Alegaciones de BBVA a la PR, folio 46992.

tenía conocimiento (demostrado o presunto) de los comportamientos infractores de los demás participantes.”⁹⁶.

En el ámbito nacional, el artículo 4.6 del Reglamento de procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora, aprobado por Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, definía como infracción continuada *“la realización de una pluralidad de acciones u omisiones que infrinjan el mismo o semejantes preceptos administrativos, en ejecución de un plan preconcebido o aprovechando idéntica ocasión”*⁹⁷.

La jurisdicción contenciosa, al revisar las resoluciones de la autoridad de la competencia española en las que se ha aplicado la figura de la infracción única y continuada, ha refrendado los anteriores criterios y la concreta aplicación al caso de los mismos⁹⁸.

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

Respecto a su duración, se ha acreditado que esta conducta se mantuvo de forma continuada en el tiempo al menos desde el año 2006 hasta el año 2016. La DC ha aclarado de forma expresa tanto en el PCH –párrafo (250)– como en la PR –párrafo (96)– que el alcance de las operaciones analizadas en el expediente no se circunscribe a los contratos aportados por la denunciante, extendiéndose a todos los contratos análogos firmados entre las entidades incoadas y cualesquiera otras empresas. En la PR se incluye un muestreo representativo del conjunto total de las operaciones aportadas por las distintas partes del expediente y analizadas por el órgano de instrucción.

⁹⁶ Sentencia del TG de 16 de junio de 2011, asuntos acumulados T-204/08 y T-212/08, sobre el mercado de los servicios de mudanzas internacionales en Bélgica.

⁹⁷ De forma análoga, el vigente artículo 29.6 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

⁹⁸ Sentencias de la Audiencia Nacional de 28 de febrero de 2005, 6 de noviembre de 2009, 1 de diciembre de 2009, 5 de febrero de 2013, 13 de febrero de 2013, 9 de julio de 2013, 18 de julio de 2013 y 26 de mayo de 2014 y Sentencias del Tribunal Supremo de 28 de febrero de 2005, 10 de octubre de 2006, 12 de diciembre de 2007, 19 de marzo de 2008, 30 de noviembre de 2004, 28 de junio de 2013, 6 de noviembre de 2013 y 26 de marzo de 2015.

A lo largo del expediente las propias entidades incoadas reconocen que la actuación investigada es general para todos los contratos de derivados de cobertura (sean *collar* o *swap*)⁹⁹. Ha resultado establecido, como consecuencia de la instrucción del expediente y a la vista de las alegaciones a la PR, que las entidades no niegan la existencia de una coordinación en la determinación de las condiciones económicas del derivado, sino que, admitiendo su práctica y defendiendo que es un uso generalizado en el mercado, lo que discuten es que pueda ser considerada contraria a la normativa de defensa de la competencia y que en todo caso estaría exenta en virtud del art. 1.3 de la LDC y del 101.3 del TFUE.

La participación en la conducta, por tanto, se ha producido sin interrupción respecto de los contratos de derivados financieros de cobertura del riesgo de tipos de interés en préstamos sindicados suscritos entre las entidades incoadas y los diversos clientes, con conocimiento continuo del comportamiento infractor por parte de las entidades bancarias partícipes.

4.4 Efectos de la conducta en el mercado

Como se ha expuesto en numerosas ocasiones, la comprobación de que una práctica concertada tiene un objeto contrario a la competencia no está *“supeditada a que se compruebe la existencia de una relación directa entre dicha práctica con los precios al consumo”*, puesto que la prohibición de tales conductas *“no sólo está dirigida a proteger los intereses directos de los competidores o consumidores, sino la estructura del mercado y, de este modo, la competencia en cuanto tal”* (Sentencia del TJUE de 4 de junio de 2009, asunto C-8/08, T-Mobile y STS de 18 de diciembre de 2007).

Las incoadas alegan que la conducta investigada **no ha producido efectos anticompetitivos** sobre el mercado en el sentido de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE sino que, por el contrario, genera eficiencias. Consideran las entidades bancarias investigadas que la DC no realiza en la PR el debido análisis contrafactual exigible para apreciar que una determinada práctica ha podido tener efectos anticompetitivos, los cuales no habrían quedado acreditados, a juicio de las incoadas.

En este sentido, CAIXABANK considera que *“la Propuesta no ha probado en forma alguna [...] que el precio aplicado al Derivado es superior al ‘de mercado’”* o respecto de *“la falta de evidencia sobre la elevación artificial del precio [del derivado]”*¹⁰⁰.

En particular, BBVA señala (folio 46951) que *“la referencia por parte de la DIRECCIÓN DE COMPETENCIA los efectos pretendidamente restrictivos de la competencia derivados de las conductas imputadas se sitúan en el terreno de lo meramente especulativo (...) nada en el expediente prueba que los efectos a los que (...) se refiere en la sección VII de la propuesta de resolución (párrafos 179*

⁹⁹ Vid. referencias en párrafos 48 c), 50 iv) y 52 iii) de la PR.

¹⁰⁰ Alegaciones de CAIXABANK a la PR, folio 46637.

y siguientes) se hayan producido en el caso de una o varias de las operaciones de financiación analizadas en el expediente.” Y añade posteriormente que los tribunales europeos, en aplicación del artículo 101 del TFUE, han establecido una doctrina que subraya “la adecuada consideración por parte de la autoridad de competencia del “contra-factual”, es decir, la situación en la que se habría encontrado la competencia si no hubiera existido la conducta pretendidamente ilegal. Sólo haciendo una comparación entre este escenario alternativo y el escenario real pueden apreciarse debidamente los eventuales efectos anticompetitivos de la conducta en cuestión”.

Del expediente se deduce que la conducta colusoria de fijación del precio del derivado entre las entidades sindicadas redundaría necesariamente en un incremento de los costes del instrumento de cobertura en contra del cliente, y en un aumento de los ingresos de las entidades que lo acuerdan aprovechando un marco de coordinación a priori lícito como es la sindicación para el préstamo, produciendo una detracción de renta del cliente en favor de las entidades y encareciendo con ello injustificadamente los servicios financieros prestados.

La concertación entre los bancos investigados produce un incremento de los precios del derivado (a través del tipo *floor* o tipo fijo del *swap*) por encima de los que las entidades bancarias estarían dispuestas a ofrecer en ausencia de colusión. Adicionalmente, se eleva artificialmente el coste de liquidación del *floor* o del *swap* por lo que, tanto en las liquidaciones periódicas como en caso de vencimiento anticipado del crédito, el cliente siempre deberá pagar más por el derivado y la cantidad a abonar será más alta cuanto mayor sea el tipo *floor* o el tipo fijo del *swap*. El modo de actuar de las entidades investigadas impide un coste cero. La diferencia existente entre el tipo del *floor* o el fijo del *swap*, que tendría como consecuencia una prima nula conforme a lo contractualmente pactado, y el que se ofrece realmente al cliente, se concreta en el momento de la contratación en un margen implícito a percibir por las entidades investigadas.

En efecto, la forma de fijación de las condiciones económicas de la cobertura genera un incremento de la posibilidad de liquidaciones negativas, y de un mayor importe, en perjuicio del cliente. Tal como señala la DC en su PR: “[...] si el precio del *floor* se hubiera fijado en el precio de mercado real, incluso habiéndole añadido un margen razonable, la probabilidad de que entrase en ejercicio la opción *floor* se reduciría y por tanto también se reduciría la posibilidad de liquidaciones negativas. O, incluso, entrando en ejercicio la opción, las liquidaciones hubieran sido menores. Lo mismo es predicable respecto del tipo *swap*, su fijación concertada en niveles superiores a los de mercado generaba liquidaciones negativas para el cliente, en la medida en que los pagos efectuados a los bancos no se veían compensados por los ingresos procedentes del tipo de interés variable.”

Las operaciones de cobertura recogidas en el expediente son pactadas “a precios de mercado” o “a coste cero”, es decir, que no implican un desembolso inicial de prima.

Los casos a analizar son *collars* y *swaps* en los que se pactó la condición de coste cero o “a precios de mercado”. Por tanto, la valoración de esas coberturas

en el momento de contratación para el cliente al precio pactado (el tipo *floor* en los *collars*, el tipo fijo en los *swaps*) debería ser de cero euros. Dicho de otra forma, la condición de “*coste cero*” implica que el tipo del *floor* o el tipo fijo del *swap* que los bancos deberían ofrecer al cliente serían aquellos para los que la valoración del instrumento de cobertura –*collar* o *swap*– en el momento de contratación fuera nula para el cliente.

En cambio, si en algún caso la valoración del instrumento fuera negativa para el cliente en el momento de la contratación, esto querría decir que los bancos deberían haberle pagado una prima en aquel momento. Como los hechos acreditados no muestran la existencia de pago o recepción de primas por parte de los clientes o de los bancos, una valoración negativa para el cliente a fecha de contratación implicaría la existencia de una prima o margen implícito que pagaría a los bancos a lo largo de la vida del instrumento de cobertura, en contra de lo explícitamente pactado con el cliente y confirmaría que el precio de la cobertura acordado entre los bancos era superior al que garantizaba el “*coste cero*” para el cliente.

La Sala no cuestiona que los bancos puedan aplicar a sus operaciones de cobertura un sobreprecio para cubrir sus costes operativos. Sin embargo, este margen debe estar fijado de manera transparente en el contrato de cobertura, lo que no ha ocurrido¹⁰¹.

En la PR la Dirección de Competencia ha analizado que las entidades imputadas utilizan este concepto de margen, aunque en ocasiones se refieren a él con el término “diferencial” o “*spread*”. Aunque ya se ha analizado este tema anteriormente, conviene recordarlo de manera resumida para extraer conclusiones.

En el caso de CAIXABANK, definen el **margen** como la diferencia entre el precio pactado con el cliente (el tipo *floor* o el tipo fijo del *swap*) y el precio teórico de mercado que cotiza el banco, que es el precio al que consiguen cubrir la posición de riesgo de tipo de interés contratada con el cliente considerando las características particulares de la operación¹⁰² (folio 3212). Este mismo banco define, por otro lado (folio 3214), *spread* o diferencial como adición de un porcentaje al índice de referencia variable sobre el que versa el contrato (por ejemplo, Euribor + X%).

Por su parte, el banco SANTANDER define **margen** de manera similar a CAIXABANK, ya que sería la diferencia entre el precio pactado con el cliente y un “hipotético precio entre contrapartidas de mercado en el momento de la ejecución de la operación”, y además asegura que sirve para cubrir los costes propios de esta actividad financiera (como provisiones, costes generales de estructura, de recursos humanos, operativos, técnicos, etc.). En cuanto al **diferencial o *spread***, utiliza dos definiciones: por un lado, lo define como el aplicado sobre el índice de referencia, asegurando que en las operaciones del

¹⁰¹ Ver página 6 del informe del Banco de España (folio 47899).

¹⁰² Aportan datos de los márgenes obtenidos de los contratos de cobertura suscritos por las empresas del grupo VAPAT: 142.994,44€ para el caso de BAJEZ, 170.993,35 € para HORNIJA, 629.978,70€ para ESQUILVENT y 1.130.000,00€ para CYL.

grupo VAPAT no aplicó ningún diferencial, y por otro como el tipo que se suma al tipo teórico aplicable para obtener el tipo *floor* y el *swap*, y cuyo objeto es “remunerar al banco para alcanzar una rentabilidad objetivo” (folios 7968 y 79699).

En cuanto a SABADELL, afirma que existe un **margen bruto de costes** para el banco que se negocia con el cliente y que en ocasiones viene reflejado de manera orientativa en el *Term Sheet* y en las condiciones del *collar*¹⁰³. Además, explica que todos los bancos incluyen un **diferencial** al tipo de interés de referencia en instrumentos de cobertura, que corresponde con “los otros costes que debe soportar el Banco (y no el cliente) para poder conceder este tipo de operaciones”¹⁰⁴ (folios confidenciales 23341, 23352 y 4393).

Finalmente, BBVA define **diferencial o margen** como el importe que incrementa un índice de referencia determinado. Según la PR, aunque el banco afirma que en las operaciones del grupo VAPAT el diferencial era cero, “*en los contratos aportados relativos a estas operaciones aparecen los diferenciales o márgenes aplicados en cada una de ellas*”. Además, aseguran que “**un contrato con un diferencial cero implicaría necesariamente la ausencia de margen a cargo del cliente que lo contrata**”. Por otro lado, BBVA dice que sí aplica un **spread** pactado con el cliente como porcentaje sobre el precio de mercado y asegura que **es compatible tanto con un contrato a coste cero como con un contrato con diferencial cero** (folio 21980).

A pesar de la confusión que las entidades han introducido sobre estos términos, únicamente hay dos maneras de que cobren un margen al cliente. Pueden cobrar un margen explícito en forma, por ejemplo, de coste de contratación o formalización, o un margen implícito a lo largo de la vida del derivado igual al diferencial o *spread* que se suma al tipo *floor* o tipo fijo del *swap* de mercado (el que asegura que la cobertura es “a coste cero”).

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

A lo largo del expediente, los bancos han argumentado que el concepto de “coste cero” no significa que el derivado no pueda generar ningún coste para el cliente. Efectivamente, puede haber un coste para el cliente si, debido a una evolución de los tipos de interés de referencia distinta de la prevista en el momento de contratación, en las fechas de liquidación del derivado el tipo de interés de referencia se encuentra por debajo del *floor* (en el caso de un *collar*) o del tipo

¹⁰³ Dice que en los casos de BAJOZ, HORNIJA y ESQUILVENT fue de cero, y en el de CYL de 1.215.250€.

¹⁰⁴ Ver folio 21997.

fijo (en el caso de un *swap*), ya que el cliente deberá pagar al banco la cantidad que corresponda, generándole un coste. Ni la DC ni esta Sala han puesto en entredicho esta cuestión.

Los casos analizados en esta sección son *collars* y *swaps* en los que se pactó la condición de coste cero o “a *precios de mercado*”. Por tanto, la valoración de esas coberturas para el cliente *en el momento de contratación* al precio pactado (el tipo *floor* en los *collars*, el tipo fijo en los *swaps*) debería ser de cero euros. Dicho de otra forma, la condición de “coste cero” implica que el tipo del *floor* o el tipo fijo del *swap* que los bancos deberían ofrecer al cliente serían aquellos para los que la valoración del instrumento de cobertura –*collar* o *swap*– en el momento de contratación fuera nula para el cliente. Lo que suceda efectivamente después, a lo largo de la vida del derivado, depende de la evolución del tipo de interés de referencia, sobre el que los bancos no tienen ningún control.

En cambio, si en algún caso la valoración del instrumento *en el momento de contratación* fuera negativa para el cliente, esto querría decir que los bancos deberían haberle pagado una prima en el momento de contratación. Como de hecho no hubo pago o recepción de primas por parte de los clientes o de los bancos, una valoración negativa en el momento de contratación para el cliente implicaría la existencia de una prima implícita que pagaría a los bancos –en mayor o menor medida, según la efectiva evolución del tipo de interés de referencia– a lo largo de la vida del instrumento de cobertura, en contra de lo explícitamente pactado con el cliente y confirmaría que el precio de la cobertura acordado entre los bancos era superior al que garantizaba el “coste cero” para el cliente.

En relación con lo anterior, las incoadas han intentado mostrar que la valoración de los derivados que se analizan en este expediente es sumamente compleja, y que no existe un método estándar de valoración que permita conocer el valor del derivado en el momento de la contratación con cierta solidez, sino que se obtienen resultados muy diferentes. Sin embargo, las propias entidades incoadas han reconocido (folios 41656 a 41659) que las diferencias entre “las cotizaciones” de unos bancos y otros para el “precio de mercado” suelen ser muy pequeñas, hasta el punto de que considerarían poco habitual una diferencia entre las ofertas de cada banco de más de cinco puntos básicos (0,05%). Esto quiere decir que los métodos de valoración de los derivados son, hasta cierto punto, comparables, lo que implicaría que las diferencias más importantes se deberían a los márgenes que cada banco desea aplicar, es decir, a factores no relacionados con el “precio de mercado”.

A su vez, esta semejanza de las “cotizaciones” de mercado de los bancos reduciría significativamente la justificación para coordinar los precios a espaldas del cliente y en cambio parecería señalar la intención de subir los precios por encima del nivel de mercado como el principal objetivo de esa coordinación.

La DC, en requerimientos de información a las incoadas de fecha 23 de julio de 2015, pidió a las entidades que aportasen su valoración de los cuatro *collars*

contratados con VAPAT en el momento de la contratación¹⁰⁵, para comprobar si efectivamente se contrataron a coste cero. Estos documentos, aportados por las propias entidades incoadas, muestran claramente que la valoración de los derivados en el momento de la contratación era negativa, suponiendo un coste elevado para el cliente¹⁰⁶.

Esta Sala ha utilizado la misma valoración que los bancos utilizaron en el momento de la contratación para comprobar si nos encontramos ante derivados con “coste cero” o si, por el contrario, la valoración no era igual a cero sino negativa. La metodología utilizada por los bancos para la valoración de *collars* puede reproducirse con la herramienta Swap Manager, proporcionada por Bloomberg. Los datos utilizados son los siguientes:

- Fecha de la operación (fecha de firma), fecha de inicio (que puede coincidir o no con la fecha de firma) y fecha de vencimiento.
- Ncional o nominal inicial y tablas de nominal vivo en cada periodo desde la fecha de inicio a la de vencimiento, así como la duración de los periodos y las fechas de liquidación (en todos los casos analizados eran semestrales o trimestrales).
- Tipos de *cap* y del *floor*.
- Base de liquidación, que en todos los casos es ACT/360 (es decir, para contar los días de cada período se tienen en cuenta los días reales y se supone que el año tiene 360 días).
- Diferencial, que en las operaciones analizadas era siempre nulo o no se indicaba de manera explícita.
- Tipo de interés de referencia (Euribor a 6 meses) y fecha de determinación del tipo variable de referencia (dos días hábiles antes del inicio de cada periodo, o el mismo día de inicio).

En el momento de la contratación de la cobertura no se conocían los valores del tipo de interés de referencia que estarían vigentes en los momentos en que estaba prevista la liquidación del derivado, por lo que es necesario aproximar esos tipos de interés futuros mediante los tipos *forward* o implícitos del tipo de interés de referencia (Euribor a 6 meses) vigentes en el momento de la contratación. Como los bancos no conservan los datos de mercado utilizados en el momento de la contratación, los derivados han sido valorados por los bancos utilizando precios “mid teóricos” en el momento de cierre. Así se recoge también

¹⁰⁵ Contestaciones a los requerimientos de información: BBVA folios 6972 a 6975, SABADELL 22000, SANTANDER 4901 a 4902 y CAIXABANK 3815.

¹⁰⁶ Por otro lado, VAPAT presentó un informe pericial que incluía una valoración de estos mismos instrumentos. Sin embargo, estas valoraciones fueron realizadas a fecha distinta de la de contratación (a 31 de diciembre de 2010), por lo que no resultan comparables. Los resultados que obtiene el informe pericial muestran igualmente un valor negativo, pero significativamente más alto que las cifras obtenidas por los bancos y por esta Sala, lo que pondría de manifiesto un perjuicio mayor al cliente de la cobertura. Esto podría deberse a que en sus estimaciones utiliza un método distinto, no estándar, y que por tanto estima de forma propia parámetros como la volatilidad, por lo que las valoraciones no serían directamente comparables con las que hemos obtenido.

en la PR (folio 44637). Además, se utiliza una medida de la volatilidad de los tipos de interés, para estimar la mayor o menor incertidumbre que existía en el momento de la contratación sobre la evolución del tipo de interés de referencia.

El valor del derivado es igual al valor actualizado de los flujos monetarios determinados en las liquidaciones futuras, que pueden ser a favor o en contra del cliente, según si el nivel del tipo de interés de referencia en cada fecha esté por encima del *cap* o por debajo del *floor*. En cualquier caso, esas liquidaciones deben ser actualizadas en el momento de contratación mediante un factor o tasa de descuento. Para eso, necesitamos contar con una curva de factores de descuento que refleje el valor actualizado en aquel momento de un euro recibido en cualquier momento futuro. Esta curva es proporcionada por la herramienta de Bloomberg, y se obtiene a partir de la información sobre distintos instrumentos financieros que reflejan el valor temporal del dinero¹⁰⁷.

Por otra parte, a partir del valor estimado del *collar* se puede calcular cuál sería el tipo *floor* que habría que haber fijado para que la valoración hubiera sido nula para el cliente, es decir, para que hubiera sido efectivamente “a coste cero” o “a precio de mercado”¹⁰⁸. La diferencia entre el tipo *floor* ofrecido por los bancos en el momento de la contratación y el tipo *floor* que deberían haber ofrecido para asegurar un coste cero de la cobertura –que sería el de mercado– se debería a una prima o margen implícito aplicado por los bancos, que según nuestros datos no fue pactado de manera explícita con los clientes, aunque era plenamente conocido por las entidades imputadas.

Como se puede observar en la Tabla 3, se han analizado los cuatro *collars* contratados por empresas pertenecientes al grupo VAPAT, para poder comparar las valoraciones obtenidas con las aportadas por los bancos a requerimiento de la DC. En todos los casos hemos obtenido valoraciones negativas, es decir, que muestran un coste para el cliente ya en el momento de la contratación. Por otra parte, las valoraciones son muy similares a las obtenidas y aportadas por las entidades incoadas.

Tres de los *collars*, los contratados por BAJOZ, HORNIJA y CYL, presentan importes nominales iniciales de la misma cuantía para todos los bancos que participaron, mientras que en el caso de ESQUILVENT son diferentes. Esto implica que en las tres primeras operaciones las valoraciones en euros obtenidas para los distintos bancos son iguales, mientras que en la de ESQUILVENT serán diferentes. Los tipos *cap* y *floor*, sin embargo, son siempre los mismos para todos los bancos que participan en las operaciones.

¹⁰⁷ Ver metodología aportada por BBVA (folios 6969 y 6970). La curva de factores de descuento se utiliza también para la determinación de la curva de tipos *forward* mencionada anteriormente.

¹⁰⁸ Calculamos esta valoración modificando el *floor* ya que, como indica CAIXABANK, el *cap* lo establece el cliente, y el *floor* se determina cuando se contrata el derivado (folio 44631 de la PR).

TABLA 3. RESUMEN DE LA VALORACIÓN DE LOS DERIVADOS CONTRATADOS POR VAPAT
[datos correspondientes a CYL confidenciales para Santander]

Características de la operación					Valoración según herramienta de Bloomberg (a fecha de contratación)	Valoraciones de los bancos a fecha de contratación	Tipos necesarios para valor aprox. 0 (a fecha de contratación)
Empresa	Banco	Nominal inicial (€)	Tipo <i>cap</i> (%)	Tipo <i>floor</i> (%)	Valoración (€)	Valoración (€)	Tipo <i>floor</i> (%)
BAJOZ	SANTANDER	[confidencial]	[conf]	[conf]	-152.394,92	[confidencial]	2,547
	SABADELL	[confidencial]	[conf]	[conf]	-152.394,92	[confidencial]	2,547
	CAIXA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-152.394,92	[confidencial]	2,547
	BBVA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-152.394,92	[confidencial]	2,547
	Total	[confidencial]			-609.579,69	[confidencial]	
HORNIJA	SANTANDER	[confidencial]	[conf]	[conf]	-191.603,06	[confidencial]	2,402
	SABADELL	[confidencial]	[conf]	[conf]	-191.603,06	[confidencial]	2,402
	CAIXA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-191.603,06	[confidencial]	2,402
	BBVA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-191.603,06	[confidencial]	2,402
	Total	[confidencial]			-766.412,22	[confidencial]	
ESQUILVENT	BANESTO	[confidencial]	[conf]	[conf]	-760.119,46	[confidencial]	2,313
	SABADELL	[confidencial]	[conf]	[conf]	-1.025.016,84	[confidencial]	2,313
	CAIXA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-774.442,04	[confidencial]	2,313
	BBVA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-852.363,07	[confidencial]	2,313
	Total	[confidencial]			-3.411.941,41	[confidencial]	
CYL	SABADELL	[confidencial]	[conf]	[conf]	-1.264.089,29	[confidencial]	0,930
	CAIXA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-1.264.089,29	[confidencial]	0,930
	BBVA	[confidencial]	[conf]	[conf]	-1.264.089,29	[confidencial]	0,930
	Total	[confidencial]			-3.792.267,87	[confidencial]	

Los resultados recogidos en la Tabla 3 muestran que la valoración total de los cuatro *collars* que contrató BAJOZ fue de -609.579,69 euros (-152.394,92 euros por *collar*), lo que implica que el tipo *floor* ofrecido por los bancos [confidencial] no fue el de mercado, o el de “coste cero”, sino más alto. Como la valoración para el cliente en el momento de la contratación era negativa, cada banco debería haber pagado una prima de 152.394 euros para que las coberturas fuera efectivamente sin coste para el cliente. La misma lectura puede hacerse de las otras tres coberturas cuya valoración se muestra en la tabla.

Según los datos aportados por los cuatro bancos implicados en este *collar*, la

valoración conjunta de las coberturas es ligeramente superior a la estimación realizada por la Sala [confidencial], es decir, estiman una valoración en el momento de la contratación más perjudicial para el cliente. De nuevo, la misma conclusión puede extraerse para las coberturas mostradas en la tabla, contratadas por HORNIJA, ESQUILVENT y CYL¹⁰⁹.

Debido a que se han obtenido valoraciones negativas para los clientes, es necesario analizar ahora la diferencia entre el tipo *floor* aplicado a la operación y el que haría que la valoración del *collar* fuese aproximadamente cero (el tipo fijado en condiciones de mercado). Dado que la valoración es negativa para el cliente, el tipo *floor* que haría que el derivado tuviese valor cero tendría que ser menor que el efectivamente fijado en el contrato.

En el caso de BAJOZ, comentado más arriba, el tipo *floor* para el que la valoración del *collar* sería aproximadamente cero es de 2,547%, frente al [confidencial]% que fue pactado con los bancos en la cobertura. La diferencia entre los dos tipos *floor* es de un poco más de un [0-2]%. El resto de resultados confirman que los tipos *floor* fijados en las coberturas contratadas fueron significativamente superiores a los de mercado: [0-2]% de más para HORNIJA, [0-2]% de más para ESQUILVENT y [0-2]% de más para CYL. Estas cifras suponen sobrepuestos respecto al tipo *floor* de mercado de un [40-50]%, [40-50]%, [30-40]% y [100-150]%, respectivamente.

Como se puede observar, la valoración de los *collar* que esta Sala ha obtenido a fecha de contratación, en la mayoría de los casos, resulta muy similar a la aportada por las entidades bancarias¹¹⁰ y en todos los casos se trata de valoraciones negativas para el cliente (como se ha dicho, el resultado es más negativo para el cliente en la valoración de los bancos). Esto significaría que los resultados que se han utilizado con una metodología estándar son muy próximos a los de los propios bancos, lo que refuerza su validez.

Es cierto que las valoraciones realizadas por la CNMC coinciden sustancialmente con las aportadas por los bancos imputados y son las correspondientes a los datos de mercado al cierre del día de la contratación, mientras que en su día los bancos utilizaron los datos vigentes en el preciso momento del día en que se realizó la contratación, por lo que podría haber ciertas variaciones. No obstante, estas pequeñas diferencias en ningún caso justifican que pueda obtenerse, para un mismo instrumento de cobertura que debería tener un valor próximo a cero, un valor negativo tan alto como los que se muestran en

¹⁰⁹ Las valoraciones que hacen los bancos de las coberturas individualmente contratadas con el cliente son próximas entre sí: en tres de los casos, su valoración de los bancos es algo más negativa que la realizada por la Sala (más perjudicial para el cliente), mientras que en el caso del SABADELL es un poco menos negativa.

¹¹⁰ En el caso de Sabadell, las cifras aportadas por el banco son contradictorias, ya que afirma, por un lado, que la valoración del *collar* de HORNIJA es de [conf] € y la de CYL de [conf] €, y por otro que la de HORNIJA es de [conf] € y la de CYL de [conf] € (folio 22000). Debido a que, en el primer caso, la cifra calculada por SABADELL no sólo se desvía significativamente de la que hemos obtenido, sino de la aportada por el resto de bancos que participan en la operación, se trataría probablemente de un error, ya que el nominal es el mismo para todos los bancos, y la valoración por tanto también debería ser similar.

la tabla.

En vista de todo lo anterior, esta Sala considera que ha quedado debidamente acreditado que los bancos imputados han concertado al alza el precio de los instrumentos de cobertura que ofertaban a los clientes; es decir, 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 trata de instrumentos de cobertura a coste cero para los clientes.

4.5 Responsabilidad de las entidades incoadas

Esta Sala de Competencia constata que el expediente contiene suficientes evidencias y elementos probatorios para acreditar la efectiva comisión por las entidades investigadas de la conducta que se imputa, conforme a la delimitación hecha en el apartado 4.1 anterior.

Las conductas infractoras descritas *supra* son atribuibles a las cuatro entidades de crédito que otorgaron las coberturas.

Las entidades incoadas se coordinaron para eliminar aquellos factores o elementos que favorecían conservar un grado de competencia razonable o factible en la provisión del derivado para garantizar el cumplimiento de los requisitos básicos de su contratación con los clientes, contractualmente establecidos como provisión del derivado “en condiciones de mercado”.

En la medida en que las entidades investigadas no discuten la práctica de coordinación de las condiciones del derivado, sino su carácter antijurídico, esta Sala debe determinar si éstas podían razonablemente considerar que su conducta no constituía una infracción de la prohibición contenida en el artículo 1 de la LDC y del artículo 101 del TFUE.

En este apartado correspondiente a la determinación de la responsabilidad individualizada de las entidades incoadas resulta necesario dar respuesta a la alegación de BBVA (folio 46887) relativa a que *“en la medida en que la conducta cuya ilegalidad declara la propuesta de resolución se encuentra alineada con un estándar internacional de actuación (según ha quedado acreditado mediante un informe obrante en el expediente elaborado por el experto económico KPMG y los ejemplos concretos de la práctica internacional que se aportan [...])”*, el Consejo debería evitar imponer sanción por haber incurrido BBVA en un **error de prohibición**. Se argumenta que dado que *“en las operaciones de financiación de proyectos es un estándar de mercado tanto la provisión de servicios de cobertura por las mismas entidades financiadoras, como el establecimiento en común por estas entidades del precio de la cobertura [...] la Dirección de Competencia, en el presente expediente, pone en cuestión la legalidad de una práctica universalmente admitida, que BBVA razonablemente no podía considerar infractora de la prohibición contenida en el artículo 1 de la LDC, porque no sólo la CNMC no se había pronunciado nunca sobre la ilegalidad de la conducta reprochada, o sobre la ilegalidad de una conducta similar a la reprochada, sino porque tampoco lo habían hecho las autoridades de otros*

países (en particular, aquellos países en los que BBVA opera), y tampoco la propia Comisión Europea.”

Por su parte, CAIXABANK (folios 46659-46661) incide igualmente en que la DC debería haber tenido en cuenta la inexistencia de precedentes en los que se haya sancionado un supuesto similar al imputado *“al valorar el reproche de la Conducta y la responsabilidad a atribuir por ella a las Entidades”*, señalando que cuando concurren tales circunstancias novedosas las autoridades de competencia (tanto la Comisión Europea como autoridades españolas) o bien han descartado imponer multas o bien han impuesto multas de cuantía simbólica.

Igualmente, SABADELL (folios 46500-465002) señala que actuó de buena fe, creyendo que conducta era lícita y reitera la petición de CAIXABANK respecto a la no imposición de multa (o su carácter simbólico) en *“supuestos tan novedosos, en el que no existen precedentes”*.

La Sala no puede coincidir con esta interpretación relativa a que se produciría en la imputación realizada por la PR una interpretación novedosa de las normas en materia de defensa de la competencia y que no sería posible reprochar a las incoadas ni siquiera la culpa o negligencia determinantes de la punibilidad de la infracción que se imputa, en la medida en que no podían conocer razonablemente que su conducta pudiese llegar a ser considerada contraria al artículo 1 de la LDC.

El carácter abierto de los tipos sancionadores en Derecho de la Competencia es un elemento sobre el que descansa el alegado riesgo de error de prohibición. Naturalmente el principio de culpabilidad exige que la imposición de la sanción se sustente en la exigencia del elemento subjetivo de la culpa para garantizar el principio de responsabilidad y el derecho a un procedimiento sancionador con todas las garantías.

No obstante, la Sala considera que no cabe apreciar en este supuesto un error –y mucho menos un error invencible excluyente de la responsabilidad– por parte de las incoadas sobre el carácter ilícito de los hechos acreditados relativos a la coordinación llevada a cabo por las entidades investigadas para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado destinado a *project finance*.

No concurren en opinión de esta Sala los elementos a los que apela BBVA para justificar la existencia de un error de prohibición. Así, el reproche sobre una conducta consistente en la coordinación sobre las condiciones económicas de un producto no supone una circunstancia nueva sobre la que no exista práctica administrativa consolidada. Tampoco cabe apelar a la existencia de disposiciones o resoluciones administrativas contradictorias sobre la materia. Igualmente, no existe tampoco argumento de confianza legítima por el hecho de que no existan otros expedientes sancionadores previos relativos en concreto al específico mercado de cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado para *project finance*. Y finalmente esta Sala no considera que los informes periciales de parte aportados por las incoadas sean susceptibles de considerarse como confirmatorios de la adecuación a Derecho de la conducta

que se imputa conforme a la delimitación que se ha realizado *supra* en el apartado 4.1.

La ausencia de práctica decisoria o jurisprudencia previa sobre el mercado de los préstamos sindicados o de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado para *project finance* no permite extraer la consecuencia sucesiva de que no fuera suficientemente claro y previsible para los bancos incoados el que una conducta consistente en concertar estrategias para alcanzar unas condiciones económicas de provisión del derivado *supra* competitivas constituyera una infracción de la normativa de competencia. La no imposición de multa por ausencia de precedentes debe necesariamente ser un supuesto de aplicación restrictiva, que razonablemente debe proyectarse sobre la novedad de la conducta misma que se analiza y no tanto sobre la novedad del mercado en cuestión.

Aun en la tesis más favorable para las incoadas, según la cual la admisibilidad de la sindicación del crédito senior alcanzase a la prestación sindicada de la cobertura, el acuerdo entre los bancos para soslayar de modo conjunto el compromiso adquirido con los clientes de ofrecer la cobertura en las mejores condiciones ajustadas a la situación del mercado de referencia en el momento de la formalización se corresponde plenamente con el concepto de conducta colusoria prohibida por el artículo 1 de la LDC y el artículo 101 del TFUE.

En relación a las alegaciones vinculadas a la total coincidencia de la conducta investigada con la generalizada práctica internacional y a los informes periciales que avalarían la misma, hay que señalar que el análisis comparado debe estar basado en una exposición exhaustiva y correcta de los hechos objeto de examen por parte de las partes incoadas. En relación a la conducta que se reprocha en este Fundamento de Derecho, circunscrita conforme a lo señalado en el apartado 4.1, no cabe naturalmente defender que la práctica internacional avale la conducta consistente en coludir en la provisión de la cobertura de tipos de interés para que el cliente no pudiera conocer que no se le ofrecía en las mejores condiciones, ajustadas a la situación del mercado de referencia.

El principio de seguridad jurídica y la exigencia derivada de previsibilidad respecto de que la actuación analizada podía ser declarada incompatible con las normas de la competencia se cumple manifiestamente en el presente caso. El que las incoadas conocían o debían razonablemente haber conocido que la conducta objeto de análisis era constitutiva de una infracción de los artículos 1 de la LDC y 101 del TFUE es especialmente claro, además de por las evidencias recabadas, por la dimensión y el carácter esencialmente sofisticado de las empresas incoadas y del asesoramiento técnico del que disponen. La jurisprudencia de la Unión Europea viene señalando la condición del sujeto de la conducta debe tenerse en cuenta a la hora de valorar la previsibilidad de que la misma se considere infractora de la normativa de la competencia. Así, *“El alcance del concepto de previsibilidad depende en gran medida del contenido del texto de que se trate, del ámbito que cubra y del número y condición de sus destinatarios. La previsibilidad de la ley no es incompatible con el hecho de que la persona afectada se vea obligada a recurrir a un asesoramiento jurídico apropiado para valorar las eventuales consecuencias de un determinado acto en*

una medida razonable, dadas las circunstancias del caso. Ello resulta especialmente cierto en el caso de los profesionales, habituados a la necesidad de mostrar una gran prudencia en el ejercicio de sus actividades. Cabe por tanto esperar de éstos que presten especial atención a la valoración de los riesgos que entraña dicho ejercicio (véase la sentencia de 22 de octubre de 2015, AC-Treuhand/Comisión, C-194/14 P, EU:C:2015:717, apartado 42 y jurisprudencia citada)” (sentencia del Tribunal General de 10 de noviembre de 2017, asunto T-180/15). Las entidades incoadas en el presente expediente estaban en una posición óptima para evaluar los riesgos derivados de su conducta de coordinación para fijar las condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado.

QUINTO. OTRAS ALEGACIONES Y CUESTIONES PLANTEADAS EN LA FASE DE CONSEJO

5.1 Alegaciones relativas a la vulneración de los derechos de defensa de las partes.

Varias de las entidades imputadas señalan que durante la tramitación del expediente se han producido diversos incidentes y defectos procedimentales que les han causado indefensión.

a) Indefensión por no ampliación del plazo para formular alegaciones

SABADELL y CAIXABANK (folios 46617-46618) alegan que la no concesión de **ampliación de plazo para alegaciones**, así como la notificación de la propuesta de resolución o la concesión de plazos de respuesta en fechas inmediatamente previas a las fiestas de vacaciones supone una sistemática disminución de sus posibilidades de defensa, al no haber dispuesto de plazo suficiente para contestar a la PR.

No parece razonable reprochar que la actuación de la Dirección de Competencia, al no proceder a ampliar el plazo de alegaciones respecto de la PR, pueda causar indefensión, cuando se ha limitado a respetar los límites establecidos por la LDC para los trámites de este procedimiento. Cabe reiterar lo ya señalado por la Autoridad de competencia en cuanto a esta cuestión: *“En definitiva, las partes no han dispuesto de sólo 15 días para analizar el expediente administrativo, sino de todos los meses que ha durado la instrucción del expediente desde su incoación, así como una doble oportunidad de formular alegaciones (al PCH y a la PR) que no existe en otros procedimientos de competencia, como el comunitario donde las partes sólo pueden alegar al Pliego de Cargos de la Comisión Europea.”*¹¹¹

¹¹¹ Resolución del Consejo de la CNC de 12 de noviembre de 2009, Expte. S/0037/08 Compañías de Seguro Decenal.

b) Indefensión por falta de contestación motivada a sus alegaciones

CAIXABANK (folios 46613-46616) alega asimismo que la DC no realiza en su PR una **contestación suficientemente motivada y diferenciada de las alegaciones** formuladas por la entidad al PCH. Entiende CAIXABANK que muchas de sus alegaciones no son siquiera valoradas y se opta por una contestación común indiferenciada y poco detallada a las alegaciones de todos los incoados. Considera esta entidad que debido a ello se produce indefensión material, porque no habría contradicción y no se respetaría la necesaria individualización de la responsabilidad.

Tal como señala la DC en su Informe Propuesta, las entidades reiteran argumentos coincidentes entre sí y ya planteados a lo largo de la instrucción del expediente, siendo perfectamente procedente la contestación a las alegaciones de forma agrupada por temáticas, sin que ello pueda causar indefensión, en la medida en que lo relevante es que se dé respuesta motivada y razonada a los argumentos de las interesadas. Esta Sala no comparte la consideración de CAIXABANK relativa a que muchas de sus alegaciones no son valoradas y, de hecho, no identifica específicamente a qué argumentos no se ha dado respuesta en la PR.

c) Indefensión por falta de pie de recurso

Alega por otra parte CAIXABANK (folios 46618-46619) que se ha producido indefensión, al establecerse por la DC en su acuerdo desestimatorio de la solicitud de inicio de terminación convencional que no cabía recurso frente al mismo.

Esta Sala tiene que aclarar que, en puridad, el acuerdo del Director de competencia desestimatorio de la solicitud de inicio de terminación convencional que fue notificado a CAIXABANK mediante transcripción literal del mismo no indicaba que no cabía recurso contra el mismo. No obstante, en el escrito a través del cual la Subdirección competente de la DC notifica tal acuerdo, se incluye efectivamente una indicación según la cual “Contra este acuerdo no cabe recurso alguno por ser un acto de trámite que no cumple los requisitos previstos en el artículo 47 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, sin perjuicio de que su eventual oposición pueda alegarse para su consideración en la resolución que ponga fin al procedimiento y para la impugnación en el recurso que, en su caso, se interponga contra la misma (artículo 107.1 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común).”

Ahora bien, respecto de cualquier acuerdo de la DC que pueda autocalificarse como de trámite, supuestamente no susceptible de recurso en vía administrativa, el interesado destinatario del mismo puede recurrirlo ante el Consejo de la CNMC al amparo del artículo 47 de la LDC, si considera que tal acuerdo, con arreglo a su motivación y a las consecuencias que se deriven del mismo, le genera indefensión y/o perjuicio irreparable. La Audiencia Nacional ha tenido la

oportunidad de pronunciarse ante diversos recursos frente a acuerdos de no iniciación de un procedimiento de terminación convencional, indicando que se trata de “un acto de trámite cualificado e impugnabile a tenor de lo dispuesto en el art. 25 de la ley jurisdiccional”¹¹². En consecuencia, CAIXABANK pudo denunciar el error en la notificación del acuerdo mediante la interposición de un recurso al amparo del artículo 47 de la LDC. En cualquier caso, el error en dicha notificación podría producir el efecto de mantener abierta la impugnación de dicho acuerdo (evitaría la preclusión), pero no puede alcanzar a invalidar la presente resolución.

Corresponde añadir, adicionalmente, como ha sido reiteradamente expuesto por la Autoridad de Competencia en pronunciamientos previos¹¹³, que la terminación convencional de un expediente sancionador iniciado por posibles infracciones del Derecho de la competencia no es un derecho subjetivo de las empresas incoadas, de modo que cualquier iniciativa de terminación convencional puede ser rechazada por la CNMC con arreglo a lo dispuesto en los artículos 52 de la LDC y 39 del RDC, previa valoración de todas las circunstancias concurrentes y atendiendo a que el elemento clave de la decisión es la valoración sobre la mejor manera de preservar la competencia en los mercados.

Esta interpretación sobre la terminación convencional ha sido confirmada por la jurisdicción contenciosa en distintos pronunciamientos derivados de la impugnación de la decisión de no iniciar la terminación convencional. Así, la precitada sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de enero de 2013 (rec. 57/2012) señala que:

“Ahora bien, no existe como pretenden las recurrentes, un derecho subjetivo de las empresas al acuerdo convencional, de manera que cualquier iniciativa puede ser rechazada por la Administración, que con arreglo al artículo 52 LDC y al artículo 39 del RDC, tiene una facultad y no una obligación, una vez que se propone por parte de los administrados, previa valoración de todas las circunstancias concurrentes y sin perder de vista que la prioridad es preservar la competencia de los mercados. Los recurrentes tienen derecho a formular la solicitud y a que dicha solicitud tenga respuesta por parte de la Administración, tal y como en este caso aconteció, pero no tienen derecho a obligar a la Administración a incoar el expediente de Terminación Convencional, facultad legalmente reservada a la Administración habida cuenta que el objetivo de este expediente es satisfacer el interés general, que no el interés particular de los que presuntamente han realizado las prácticas prohibidas. La apelación al interés público como límite último del acuerdo o Terminación Convencional, además de reiterar la exigencia del artículo 88 de la Ley 30/1992 y por el

¹¹² Sentencias de 9 de mayo de 2013 (rec. 404/2011), de 30 de enero de 2013 (rec. 57/2012) y de 5 de julio de 2012 (rec. 398/2011).

¹¹³ A título de ejemplo: Resoluciones de la CNC de 8 de mayo de 2013, Expte. R/0137/13, SPECIAL PRICES, AUTO REISEN, de 21 de febrero de 2013, Expte. R/0124/12 AVIS, o de 5 de marzo de 2012, Expte R/0094/11 TRANSCALIT), así como este Consejo en sus resoluciones de 20 de febrero de 2014 (Expte R/0160/13 UDER), 11 de septiembre de 2014 (Expte R/0276/14 FABRICANTES DE AUTOMÓVIL 2) y 11 de febrero de 2015 (Expte. R/AJ/391/14 TELEFÓNICA).

artículo 103 de la Constitución, da un amplísimo margen a la CNC para aceptar o no la propuesta.”

También el Tribunal Supremo ha reiterado (sentencia de 5 de octubre de 2015) el margen de apreciación de que goza la Dirección de Competencia para valorar las circunstancias concurrentes en el marco de la terminación convencional, habida cuenta de la naturaleza y entidad de las prácticas imputadas, el número de afectados y la dificultad de que se alcancen unos compromisos adecuados para solventar los efectos nocivos sobre la competencia.

Por último, los motivos expuestos en esta misma resolución constituyen también la motivación de la denegación de la terminación convencional solicitada.

Esta Sala, por tanto, no puede admitir la alegación relativa a que la notificación del acuerdo de no inicio de la terminación convencional a CAIXABANK fue susceptible de producirle indefensión material de ninguna clase.

d) Indefensión por falta de motivación del acuerdo de práctica de prueba

Resulta apropiado dar respuesta a las alegaciones de las entidades incoadas respecto de la pretendida **falta de motivación suficiente del acuerdo de práctica de prueba y actuaciones complementarias** adoptado por esta Sala con fecha 21 de septiembre de 2017. En el mismo se acordó la incorporación de prueba documental y la solicitud de informe al Banco de España. A su vez, se denegaron otras pruebas solicitadas por las partes, en particular, (i) la ratificación por los peritos en informes periciales aportados e incorporados como prueba documental; (ii) las solicitudes o requerimientos de informes a organismos reguladores (Banco Central Europeo, Banco Europeo de Inversiones) y a la Comisión Europea; (iii) las solicitudes o requerimientos de informe a asociaciones sectoriales (Asociación Española de Banca), a entidades de crédito extranjeras y a Entidades de Contrapartida Centrales (ECC); (iv) el levantamiento de la confidencialidad respecto de documentos que sirven de base a manifestaciones de la Dirección de Competencia, en particular el laudo arbitral adoptado el 11 de noviembre de 2016 (folios 40202 a 40366). Las incoadas alegan que tal denegación de prueba se realizó sin motivación suficiente. A su vez, otra alegación vinculada a la eventual existencia de indefensión conecta parcialmente con la de esa denegación de prueba y es la formulada por SABADELL (folios 46496-46499) cuando señala que ciertos documentos de cargo o descargo (el repetido laudo arbitral) han sido declarados confidenciales para esta entidad, que no ha tenido acceso a los mismos.

Esta Sala entiende, al contrario de lo alegado por las incoadas, que el acuerdo de práctica de prueba y actuaciones complementarias de 21 de septiembre de 2017 motivaba de forma diferenciada y suficiente la denegación de parte de la prueba propuesta. En el marco del carácter excepcional de la práctica de prueba en fase de Consejo, como actuación potestativa del Consejo, que debe acordarla en la medida en que la considere necesaria para aclarar cuestiones que no constan en la instrucción y que sean precisas para la formación de su juicio antes

de resolver, la Sala de competencia acordó la práctica de aquellas pruebas que consideró oportunas y procedentes.

Tal como ha resuelto esta Sala y la precedente CNC en previos expedientes sancionadores¹¹⁴, la intervención mediante observaciones orales ante el Consejo por parte de expertos para ratificar las conclusiones de unos informes periciales ya aportados e incorporados al expediente tampoco se ha considerado necesaria respecto del presente expediente sancionador. Los informes constan en el expediente como prueba documental y respecto de los mismos se añadieron notas o adendas revisadas, también incorporadas al expediente, para dar respuesta a las consideraciones de la DC en la PR sobre distintos aspectos de tales informes. La exposición oral por parte de los peritos responsables de tales informes iniciales y complementarios de las conclusiones o argumentaciones incluidas en los mismos, para la mejor defensa de la posición de las entidades incoadas que encargan, no considera esta Sala que tenga un valor añadido adicional para esclarecer los hechos acreditados en relación a las conductas objeto de este expediente.

En relación a los requerimientos de informe a organismos reguladores (Banco de España, Banco Central Europeo, Banco Europeo de Inversiones), tal como se explicitó en el acuerdo de actuaciones complementarias, esta Sala consideró que resultaba admisible la correspondiente a solicitar informe al Banco de España, en su condición de organismo público responsable de la regulación y supervisión del sistema bancario español, siendo tal informe suficiente a los efectos solicitados por las incoadas, sin que correspondiera por tanto formular requerimiento alguno al resto de organismos reseñados.

Asimismo, como se indicó en tal acuerdo de 21 de septiembre de 2017, los requerimientos de informe a asociaciones sectoriales, a entidades de crédito extranjeras y a Entidades de Contrapartida Centrales no entendió la Sala que resultasen necesarios para la formación de su juicio antes de resolver, a la vista de la instrucción realizada por la DC y del Informe Propuesta elevado.

La Sala en su acuerdo motivó con detalle suficiente que el cauce adecuado y más objetivo para contrastar y, en su caso, completar el conjunto fáctico que sirve de base a la decisión que debe tomarse, era la solicitud de informe no a entidades privadas sino a organismos reguladores, como el Banco de España, en coherencia con los antecedentes normativos (así, el artículo 17 de la LDC, derogado por la Ley 3/2013, en relación a la coordinación con los reguladores y supervisores sectoriales) y la práctica de la Autoridad de la competencia tanto en el ámbito de expedientes de concentración como de sancionadores. El contenido de los concretos extremos respecto de los que se solicitó informe al Banco de España, recogido en el acuerdo de actuaciones complementarias, debidamente notificado a las incoadas, permite a éstas comprobar la efectiva inclusión de cuestiones relativas tanto a la normativa como al marco contractual

¹¹⁴ Así, Resolución de 5 de marzo de 2015, Expte. S/0486/13 CONCESIONARIOS TOYOTA o Resolución de la CNC de 26 de diciembre de 2013, Expte. S/0423/12 MUNTERS).

y la práctica nacional, europea e internacional en relación a la conducta investigada.

Esta Sala considera relevante subrayar, frente a lo señalado por las entidades bancarias en sus alegaciones a la PR, que las pruebas que acreditan la participación de las cuatro entidades investigadas en la conducta se basan en documentos obrantes en el expediente, recogidos en el PCH, la PR y reseñados en esta Resolución y a los que las incoadas han tenido acceso. Ninguna de las imputaciones descansa en información confidencial para la parte afectada, sino en una pluralidad de elementos de juicio obrantes en el expediente y a los que han tenido acceso, con escrupulosa garantía de sus derechos de defensa.

e) Indefensión por insuficiente motivación de la denegación de celebración de vista oral

En relación a la alegada **insuficiente motivación de la denegación** de celebración de **vista oral ante el Consejo**, solicitada por las cuatro entidades incoadas, cabe reiterar, como esta Sala viene señalando en previas resoluciones, que la vista viene prevista en la LDC como una actuación que el Consejo puede acordar discrecionalmente, “cuando la considere adecuada para el análisis y enjuiciamiento del objeto del expediente” (art. 19.1 RDC). La Sala de competencia, teniendo en cuenta que es potestad suya acordar la celebración de vista cuando lo considere conveniente para el examen y análisis del objeto del expediente, y a la vista de los hechos acreditados y la documentación disponible, no considera necesario para la valoración del presente asunto acceder a las solicitudes de celebración de vista, sin que de esta negativa pueda derivarse ningún tipo de indefensión a las partes, según ha señalado de forma reiterada la Audiencia Nacional y dadas las amplias oportunidades, utilizadas por las incoadas a lo largo del procedimiento, para presentar alegaciones y confrontar los argumentos de la DC.

Tal como esta Sala anticipó en el acuerdo de actuaciones complementarias y práctica de prueba de 21 de septiembre de 2017, las argumentaciones de las partes incoadas sobre la complejidad técnica de la conducta que se investiga y de las operaciones financieras afectadas, así como la singular relevancia para el mercado de la resolución que se adopte, que entienden justificarían en este caso la celebración de vista oral, a juicio de esta Sala son un argumento que precisamente aconseja ceñirse a la dimensión escrita del procedimiento, dado el grado de precisión, rigor y detalle que contienen las alegaciones y periciales aportadas por escrito, que analizan exhaustivamente las cuestiones debatidas y que han permitido un minucioso estudio y meditada valoración por parte de esta Sala, sin que se haya advertido la necesidad ni el valor añadido que pudiese aportar ni la ratificación de los peritos ni la ulterior explicación o resumen de las posiciones de las partes en una vista oral.

5.2 Circunstancias atenuantes de la responsabilidad

Dos de las incoadas plantean en sus alegaciones, con carácter subsidiario a los argumentos relativos a la no concurrencia de infracción, la existencia de una atenuante por **haber implementado con carácter previo y autónomamente los compromisos planteados en la propuesta de inicio de la terminación convencional**.

Así, CAIXABANK señala que ha adoptado *“un ambicioso Protocolo de actuación en la negociación de las condiciones de los derivados de cobertura de préstamos sindicados a project finance con la finalidad de solventar las posibles dudas planteadas por la Dirección de Competencia de la CNMC con motivo de las negociaciones tendentes terminación convencional del Expediente”*. Acompaña un certificado acreditativo de que el Comité de Dirección de CAIXABANK, el 10 de abril de 2017 aprobó un texto que se adjunta, “Protocolo de determinación del precio derivados de cobertura en financiaciones sindicadas”, que incluye una serie de medidas que CAIXABANK “propondrá a[l] resto de entidades del sindicato” y compromisos individuales de CAIXABANK.

A su vez, SABADELL señala en sus alegaciones a la PR que desde el 19 de abril de 2017 ya está aplicando íntegramente los compromisos ofrecidos con ocasión de la solicitud de Terminación Convencional.

Como se ha señalado en el apartado de Antecedentes de Hecho, el 8 de febrero de 2017, tuvo entrada en el registro de la CNMC escrito de las cuatro entidades financieras, proponiendo la terminación convencional del procedimiento y remitiendo propuesta de compromisos, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 52 de la LDC y 39 del RDC¹¹⁵. La Dirección de Competencia consideró que concurrían los supuestos sustantivos que permiten, con carácter general y según lo establecido en el párrafo 23 de la Comunicación de la extinta Comisión Nacional de la Competencia, no acordar el inicio de la terminación convencional. En concreto, la conducta investigada habría tenido, a juicio de la DC, efectos irreversibles sobre la competencia durante un período de tiempo significativo, afectando al mercado de derivados de cobertura de tipo de interés asociados a préstamos sindicados.

Adicionalmente, lo que tiene mayor relevancia a los efectos de valorar en esta fase una eventual circunstancia atenuante de la responsabilidad, la DC entendió que los compromisos ofrecidos no resultaban adecuados para resolver los efectos sobre la competencia derivados de las conductas objeto del expediente y para garantizar suficientemente el interés público. Tal como precisa la DC en su Informe Propuesta [párrafo (7)]: *“a juicio de la Dirección de Competencia, los compromisos estaban dirigidos, esencialmente, a garantizar la información de la que dispondría el cliente y a dotar de transparencia, al menos desde una perspectiva formal, al sistema de determinación del precio del floor o del tipo swap, aspectos ambos deseables en cuanto que son inherentes a la buena praxis bancaria. Ahora bien, siendo esto así, los mismos no permiten solucionar los problemas detectados en el PCH respecto a la actuación concertada de las*

¹¹⁵ Folios 43286 a 43293 y 43299 a 43300, y folios confidenciales 43294 a 43298.

entidades bancarias. Y en este aspecto, a juicio de la Dirección de Competencia, los compromisos no vienen sino a consagrar la coordinación entre los bancos en la determinación de los precios del derivado, no admitiendo diferencias en las cotizaciones entre entidades, lo que, en la práctica, perpetuaría la situación descrita en el PCH y que ha dado lugar a la imputación efectuada por la Dirección de Competencia.”

De acuerdo con lo previsto en el artículo 64.3 de la LDC, la realización de actuaciones que pongan fin a la infracción, así como poner los medios para remediar los efectos provocados por la conducta, puede ser considerado como atenuante de cara a la imposición de la sanción. De hecho, esta misma Sala ha apreciado tal atenuante en un expediente previo relativamente reciente¹¹⁶. Sin embargo, en el presente caso, esta Sala coincide con la DC en apreciar una clara insuficiencia y falta de rigor de los compromisos anunciados como ya efectivos por las incoadas. La conducta analizada no se resuelve exclusivamente con compromisos de transparencia, que ya vienen establecidos por vía normativa y jurisprudencial. En tal medida, la información proporcionada por SABADELL y CAIXABANK no alcanza, según el criterio de esta Sala, a cumplimentar las exigencias establecidas en el artículo 64.3 letras a) y c) de la LDC para la apreciación de una circunstancia atenuante.

En los últimos años han recaído numerosas sentencias del Tribunal Supremo en materia de error en la contratación de productos financieros complejos. Se trata de sentencias relativas a diferentes tipos de productos o servicios (*swaps* o permutas financieras, participaciones preferentes, productos estructurados referidos a activos subyacentes, seguros “*unit-linked*”, etc.), afectando en muchos supuestos a clientes minoristas, pero también a clientes profesionales. El vínculo común a los distintos supuestos de los que trae origen esa jurisprudencia es que se trata de contratación civil, si bien sujeta a una disciplina administrativa, fundamentalmente debido al carácter financiero de los productos o servicios, que los convierte en sofisticados o complejos y difíciles de valorar por el cliente. Además, la información de la que disponen las partes sobre el contrato es esencialmente asimétrica, en perjuicio del cliente. Como regla ello genera que la entidad que presta el servicio debe asumir unos determinados deberes precontractuales de conducta. Esencialmente resulta aplicable un deber general de información (tal como establece el artículo 209 del TRLMV, citado en el apartado relativo a ámbito normativo) cuya correcta cumplimentación debe permitir al cliente comprender la naturaleza y riesgos del tipo de instrumento financiero específico que se ofrezca, colocándole en situación de tomar decisiones con conocimiento de causa. Las sentencias del Tribunal Supremo recaídas en esta materia precisamente aprecian la existencia de error-vicio sobre un elemento sustancial de la contratación en casos de incumplimiento de los deberes precontractuales de conducta, que permite presumir en el cliente falta de conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos¹¹⁷.

¹¹⁶ Resolución de 28 de febrero de 2017, S/DC/0511/14 RENFE OPERADORA.

¹¹⁷ A título de ejemplo, sentencias del TS de 20 de octubre de 2015: “la falta de acreditación del cumplimiento de estos deberes de información permita presumir en el cliente la falta de conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento” y de 30 de diciembre de 2015: “la

Los compromisos ofrecidos por los cuatro bancos investigados –que según las alegaciones han sido implementados por dos de ellos– pueden contribuir a subsanar cuestiones vinculadas con la existencia de error en la contratación de este tipo de productos, en los que existe una esencial información asimétrica entre las partes sobre las condiciones económicas determinantes del valor de la cobertura contratada. No obstante, lo que se analiza en este expediente es una conducta de infracción del artículo 1 de la LDC y artículo 101 del TFUE, consistente en la concertación ilícita para posibilitar a los bancos incoados fijar unas condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés del préstamo sindicado para *project finance* sustancialmente alejadas del “*fair value*” del instrumento de cobertura. Los compromisos ofrecidos por las incoadas no constituyen medidas eficaces por sí mismas para prevenir, evitar y, en su caso, descubrir con prontitud este tipo de conductas.

Atendiendo a las consideraciones recién expuestas, el criterio de esta Sala de competencia es que los compromisos planteados por CAIXABANK y SABADELL no son suficientes para cumplir las exigencias que posibilitarían valorarlas como circunstancia atenuante, conforme a la previsión del artículo 64.3 de la LDC.

5.3 Sobre la posible responsabilidad de directivos, ex artículo 63.2 de la LDC

Tanto en sus alegaciones a la PR como en las alegaciones al acuerdo de actuaciones complementarias de 21 de septiembre de 2017, VAPAT ha argumentado que los directivos de Tesorería de los bancos incoados, a los que identifica en sus escritos, son autores materiales de la conducta investigada y les debe corresponder la sanción prevista en el apartado 2 del artículo 63 de la LDC. VAPAT vincula este aspecto con la existencia de *bonus*, retribuciones variables, etc. y de hecho solicitó la práctica de prueba en tal sentido, no admitida por esta Sala, para recabar certificado de las incoadas sobre si los directivos de Tesorería indicados perciben, además de su remuneración ordinaria, cualquier otra variable en relación con los derivados financieros comercializados.

Efectivamente, artículo 63.2 de la LDC habilita a la CNMC para la imposición de tales sanciones, a la vista de la participación de las personas naturales en la conducta infractora, y siempre naturalmente que concurran los requisitos legales para ello. Tal previsión tiene la función de introducir un efecto disuasorio adicional dirigido a aquellas personas que representan a las empresas o entidades infractoras en la actividad que éstas realizan. La CNMC ha impuesto

apreciación del error o defecto de representación de los verdaderos costes o riesgos asociados al producto contratado, lleva implícito en el razonamiento del tribunal de instancia que los clientes de haberlos conocido, no lo hubieran contratado, esto es, de saber lo que en cada caso tendrían que pagar según bajara más o menos el tipo de interés de referencia, el Euribor, no habría contratado el producto”. Y de forma más matizada sentencia del Tribunal Supremo de 4 de febrero de 2016: “Cuando, como ocurre en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar (...), en tal caso, la omisión de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente, determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable”.

multas a personas físicas directivos de entidades infractoras del Derecho de la competencia en tres diferentes expedientes sancionadores hasta la fecha¹¹⁸, atendiendo a la Propuesta de Resolución formulada por el órgano instructor. En este caso no ha existido propuesta del órgano instructor.

Tanto en los correos electrónicos intercambiados entre las entidades bancarias incoadas con anterioridad al cierre de las operaciones como en las grabaciones de audio de conversaciones telefónicas remitidos por las entidades investigadas durante la tramitación del expediente se mencionan a las personas naturales intervinientes en la formalización del derivado, en algunas ocasiones sólo mediante el nombre sin apellidos y la referencia al banco al que representan. No obstante, esta Sala considera que tampoco se derivan de la instrucción elementos que justifiquen instar a la DC a que proceda a la averiguación y, en su caso, a la incoación y practica de actuaciones de instrucción que permitan determinar la posible responsabilidad de los representantes legales o personas que integran los órganos directivos de las entidades incoadas.

De acuerdo con todo lo anterior, esta Sala no aprecia elementos que permitan individualizar la responsabilidad de la conducta sobre directivos concretos de las entidades incoadas.

5.4 Solicitud de confidencialidad

Las siguientes empresas han solicitado la confidencialidad de determinada información presentada en la fase de resolución del procedimiento.

BBVA solicita la confidencialidad de la siguiente documentación:

- Documento Anexo I (folio 48232) a su escrito de 25 de enero de 2018, remitido en contestación a solicitud de información, por contener información confidencial relativa a volúmenes de negocio. Se aporta versión no confidencial como anexo II (folio 48223).
- Documento confidencial número 1 (folio 47304.1 a 1 a 47304.1.7) adjunto a su escrito de 9 de mayo de 2017.

SABADELL solicita la confidencialidad de la siguiente documentación:

- Escrito de 18 de enero de 2018 (folios 48161-48163), en contestación al requerimiento de información relativo al volumen de negocios de la entidad. Se aporta versión no confidencial como anexo 1 (folios 48177-48180).

SANTANDER solicita la confidencialidad de la siguiente documentación:

¹¹⁸ Resoluciones de 26 de mayo de 2016 (Expte. S/0504/14 AIO), de 30 de junio de 2016 (Expte. S/DC/0519/14 INFRAESTRUCTURAS FERROVIARIAS) y de 10 de noviembre de 2016 (Expte. S/0555/15 Prosegur-Loomis).

- Documento Anexo N°1 (folio 48204) a su escrito de 23 de enero de 2018, remitido en contestación a solicitud de información sobre volumen de negocio. Se aporta versión no confidencial (folio 48203)

CAIXABANK solicita la confidencialidad de la siguiente documentación:

- Documento Anexo 1. Contestación al requerimiento [Versión confidencial] (folio 48185) a su escrito de 22 de enero de 2018, remitido en contestación a solicitud de información sobre volumen de negocio. Aporta versión no confidencial: anexo 2 (folio 48186).

En aplicación del artículo 42 de la LDC, se declara confidencial la información solicitada por las partes, a excepción de aquella relativa al volumen de negocio total de las empresas correspondiente al año 2017.

Además, se declara de oficio confidencial el escrito de alegaciones de 9 de enero de 2018 (folios 48101-48106) presentado por SABADELL y la sentencia aportada como anexo al mismo del Juzgado de 1ª Instancia nº 99 de Madrid (folios 48107-48116), de acuerdo con su petición previa de confidencialidad respecto a documentación judicial anexa a su escrito de alegaciones de 27 de junio de 2017 (folios 47422-47425).

Igualmente se declara confidencial, en virtud de lo dispuesto en el artículo 42, último párrafo, de la LDC, el escrito remitido por los servicios de la Comisión europea (folios 47783-47785) en respuesta a la remisión de documentación prevista en el artículo 11.4 del Reglamento 1/2003.

SEXTO. DETERMINACIÓN DE LA SANCIÓN

6.1 Criterios expuestos por el Tribunal Supremo

La determinación de la sanción deberá adecuarse a los criterios expresados en la Sentencia del Tribunal Supremo de 29 de enero de 2015¹¹⁹ que son, en esencia, los siguientes:

- 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. Tales 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. Cada uno de esos tres porcentajes, precisamente por su cualidad de tope o techo de la respuesta sancionadora aplicable a la infracción más reprochable de las posibles*

¹¹⁹ También, en idéntico sentido, las sentencias del Alto Tribunal de 30 de enero de 2015 (recursos 1476/2014 y 1580/2013), entre otras.

dentro de su categoría, han de servir de referencia para, a partir de ellos y hacia abajo, calcular la multa que ha de imponerse al resto de infracciones.”

- En cuanto a la base sobre la que calcular el porcentaje de multa, que en este caso podría llegar hasta el 10% por tratarse de una infracción muy grave, 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”*, concepto con el que el legislador, como señala el Tribunal Supremo, *“lo que ha querido subrayar es que la cifra de negocios que emplea como base del porcentaje no queda limitada a una parte sino al “todo” de aquel volumen”*.

Sobre la base de estas premisas ha de concluirse que la determinación de la sanción deberá 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. Dentro de dicho arco sancionador, la multa deberá determinarse conforme a los criterios de graduación previstos en el artículo 64 de la Ley 15/2007.

6.2 Criterios para la determinación de la sanción: valoración general de la conducta

La conducta analizada constituye de una infracción única y continuada, consistente en la actuación concertada entre las entidades bancarias imputadas con el objetivo de elevar el precio del derivado contratado por los clientes como instrumento de cobertura frente al riesgo de tipos de interés –riesgo asociado a un crédito sindicado concedido por las mismas entidades y destinado a *project finance*– por encima del que habría resultado “en condiciones de mercado”, lo que generaba al cliente un coste, en contra de lo pactado con las entidades imputadas, que suponía “a coste cero”.

Se trata, por tanto, de una infracción muy grave (art. 62.4.a de la LDC) que podrá ser sancionada con una multa de hasta el 10% del volumen de negocios total de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa (art. 63.1.c), esto es, 2016.

La facturación de las mencionadas empresas, relativa al año 2016, es la siguiente:

Entidades infractoras	Volumen de negocios total en 2016 (€)
SANTANDER	74.876.000.000
SABADELL	7.693.202.000
BBVA	41.156.000.000
CAIXABANK	12.054.725.800

El porcentaje sancionador, que se aplicará en el presente expediente al volumen de negocios total de cada entidad infractora, debe determinarse partiendo de los criterios de graduación del artículo 64.1 de la LDC, siguiendo los criterios de la jurisprudencia del Tribunal Supremo mencionados en el apartado anterior.

Las entidades imputadas en este expediente unificaban de forma consensuada, con carácter previo al cierre de la cobertura, el tipo o “precio” ofrecido al cliente de manera que fuese superior al “precio de mercado”, que era el que se habían comprometido a ofrecer al cliente, simulando que de hecho estaban ofreciendo ese “precio de mercado”.

En cuanto a las características del mercado afectado (art. 64.1.a), esta Sala considera que, aunque la conducta podría afectar a las decisiones de financiación de las empresas, que deben tomar en cuenta este coste adicional generado por las entidades financieras a la hora de contratar los derivados de tipo de interés en el momento de decidir si llevar a cabo un proyecto con financiación sindicada, no ha quedado acreditado que la infracción haya podido producir efectos en cascada sobre otros mercados y en los consumidores. Por tanto, no se ha tenido en cuenta esta posibilidad a la hora de determinar la sanción.

Según los datos que obran en el expediente (vid. los comentarios a la Tabla 2), en el período de la infracción las cuatro imputadas participaron simultáneamente en más de un 36% de las operaciones de *project finance* financiadas con créditos sindicados, aunque este promedio aumentó hasta casi el 47% a partir de la compra de Banesto en 2013. El porcentaje aumenta significativamente si se consideran las operaciones en las que participaron simultáneamente al menos tres de las imputadas, con casi un 49% de media para todo el período de la infracción, y más de un 62% desde 2013 (art. 64.1.b).

El mercado geográfico afectado por la infracción es el español en su totalidad, por lo que es susceptible de afectar al comercio intracomunitario (art. 64.1.c).

Las conductas se desarrollaron desde 2006 hasta la incoación del expediente en 2016. La duración de la participación en la conducta es la misma para todas las incoadas (art. 64.1.d).

Como se ha explicado en el fundamento de derecho cuarto, ha quedado acreditada la existencia de efectos en el mercado (art. 64.1.e), consistentes en la fijación de un *floor* o un tipo fijo (según se trate de *collar* o *swap*) artificialmente alto en perjuicio del cliente, que de esta forma afronta un coste que no se corresponde con el “coste cero” pactado en los contratos en el momento de constituir los derivados.

Los anteriores criterios permiten realizar una valoración general de la infracción de cara a su sanción que se traduce en un tipo sancionador general del 4,5%.

6.3 Criterios para la valoración individual de la conducta

En cuanto a la valoración de la conducta de las cuatro entidades, conviene tener en cuenta varios factores adicionales para que la sanción refleje su efectiva participación en la infracción.

Como ya se ha mencionado, la duración de la conducta (art. 64.1.d), es la misma para las cuatro entidades financieras, superior a los 10 años.

En cuanto a la efectiva dimensión del mercado afectado por la infracción (art. 64.1.a), la tabla siguiente recoge el volumen de negocios de las infractoras en el mercado afectado (VNMA) durante los meses que duraron sus respectivas infracciones, de acuerdo con lo que ha sido aportado por las imputadas.

Entidades infractoras	Volumen de negocios en el mercado afectado (VNMA, €)	% sobre el VNMA total
SANTANDER	[60.000.000-70.000.000]	26,26
SABADELL	[40.000.000-50.000.000]	17,04
BBVA	[50.000.000-60.000.000]	21,76
CAIXABANK	[90.000.000-100.000.000]	34,94

No se ha apreciado la concurrencia de circunstancias agravantes o atenuantes previstas en los artículos 64.2 y 64.3 para ninguna de las entidades infractoras.

6.4 Tipo sancionador y adecuación de la sanción

Siguiendo la precitada Sentencia del Tribunal Supremo, el conjunto de factores expuestos anteriormente –gravedad de la infracción, características y dimensión del mercado afectado, ámbito geográfico de la conducta, participación de las infractoras en la conducta– permite concretar, 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 empresas.

El tipo sancionador que corresponde aplicar a cada entidad infractora, de acuerdo con la gravedad y circunstancias de la conducta, y con su respectiva participación en ella, se muestra en la tabla siguiente:

Entidades infractoras	Tipo sancionador (% del volumen de negocios total)
SANTANDER	5,4
SABADELL	5,0
BBVA	5,2
CAIXABANK	5,8

Ahora bien, 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 aplica al volumen de negocios total de empresas multiproducto como es el caso –es decir empresas que presentan una elevada proporción de su actividad fuera del mercado afectado–podría resultar una sanción desproporcionada.

Las cuatro entidades infractoras dedican menos del 0,1% de su volumen de negocios total a la actividad afectada por la infracción. Es decir, solo una cantidad muy pequeña del volumen de negocios de estas empresas corresponde al mercado afectado por la conducta.

Igualmente para valorar el elemento proporcionalidad/disuasión de las sanciones es necesario realizar una estimación del beneficio ilícito que la entidad infractora podría haber obtenido de la conducta bajo supuestos muy prudentes y aplicarle un factor incremental¹²⁰.

Por estas razones, y de acuerdo con las estimaciones realizadas, no se aplica a SANTANDER el tipo sancionador que le correspondería según la gravedad de la conducta y su participación en la infracción (5,4%) sino una sanción que se considera proporcional y suficientemente disuasoria de 23,9 millones de euros.

Igualmente, en el caso de SABADELL, no se aplica el tipo sancionador que le correspondería según la gravedad de la conducta y su participación en la infracción (5,0%) sino una sanción que se considera proporcional y suficientemente disuasoria de 15,5 millones de euros.

En el caso de BBVA el tipo sancionador que correspondería según la gravedad de la conducta y su participación en la infracción (5,2%) pero se considera que la sanción de 19,8 millones de euros resulta proporcional y suficientemente disuasoria.

¹²⁰ Estos supuestos se refieren a diversos parámetros económicos, entre otros el margen de beneficio de las empresas en condiciones de competencia, la subida de los precios derivada de la infracción y la elasticidad-precio de la demanda en el mercado relevante. Cuando es posible, los supuestos que se han asumido se basan en datos de las propias empresas infractoras, o en bases de datos públicas referidas al mercado relevante. Los supuestos sobre estos parámetros son muy prudentes porque se exige que sean siempre razonables desde el punto de vista económico, y en caso de duda se toman siempre los valores más favorables a las empresas.

Por último, el tipo sancionador que le correspondería a CAIXABANK según la gravedad de la conducta y su participación en la infracción (5,8%), pero se considera que una multa de 31,8 millones de euros resulta proporcional y suficientemente disuasoria.

Por tanto, las sanciones que corresponde imponer a las cuatro entidades financieras son las siguientes:

Entidades infractoras	Sanción (€)
SANTANDER	23.900.000
SABADELL	15.500.000
BBVA	19.800.000
CAIXABANK	31.800.000

VI. RESUELVE

De acuerdo con todo lo anterior, la Sala de Competencia del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia resuelve:

- Primero.** Declarar acreditada una infracción muy grave de los artículos 1 de la Ley 15/2007 y 101 del TFUE, consistente en una actuación concertada dirigida a la fijación del precio, por encima de los precios en condiciones de mercado, de los derivados utilizados como cobertura del riesgo de tipo de interés asociado a créditos sindicados en financiación de proyectos, en los términos establecidos en el Fundamento de Derecho Cuarto.
- Segundo.** Declarar responsables de dicha infracción, desde el año 2006 hasta el año 2016, a BANCO SANTANDER, S.A., BANCO SABADELL, S.A., BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. y CAIXABANK, S.A.
- Tercero.** De conformidad con la responsabilidad de cada empresa en la infracción a la que se refiere el resuelve anterior, proceden las siguientes sanciones:
- BANCO SANTANDER, S.A.: **23.900.000 euros**
 - BANCO SABADELL, S.A.: **15.500.000 euros**

- BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.: **19.800.000 euros**
- CAIXABANK, S.A.: **31.800.000 euros**

Cuarto. Intimar a las empresas infractoras para que en el futuro se abstengan de realizar conductas semejantes a la tipificada y sancionada en la presente Resolución.

Quinto. Instar a la Dirección de Competencia de esta Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia para que vigile el cumplimiento íntegro de esta Resolución.

Sexto. Resolver sobre la confidencialidad relativa a la documentación aportada por las empresas de conformidad con lo señalado en el Fundamento de Derecho 5.4.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y notifíquese a los interesados haciéndoles saber que contra la misma no cabe recurso alguno en vía administrativa, pudiendo interponer recurso contencioso-administrativo en la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente al de su notificación.