

NOTA RESUMEN S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS

El Consejo de la CNMC ha sancionado a cuatro entidades financieras por coordinarse para fijar precios supra-competitivos en la contratación de derivados financieros utilizados para la cobertura del riesgo de tipo de interés en créditos sindicados de financiación de proyectos.

Mediante Resolución de 13 de febrero de 2018, la CNMC ha sancionado a CAIXABANK, S.A. (CAIXABANK), BANCO SANTANDER, S.A. (SANTANDER), BANCO SABADELL, S.A. (SABADELL) y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (BBVA) con una suma total de 91 millones de euros¹, por una infracción única y continuada de lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC) y en el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), consistente en una actuación concertada dirigida a la fijación del precio, por encima de los precios en condiciones del mercado, de los derivados utilizados como cobertura del riesgo de los tipos de interés asociados a créditos sindicados en financiación de proyectos (*project finance*) entre los años 2006 y 2016.

La Dirección de Competencia (DC) inició una investigación reservada el 19 de junio de 2015 a raíz de la información comunicada por la empresa INVERSIONES EMPRESARIALES VAPAT, S.L.U. (VAPAT), que en julio de ese mismo año, interpuso denuncia contra CAIXABANK, SANTANDER, SABADELL y BBVA por concertar los precios de los contratos de derivados utilizados como cobertura del riesgo del tipo de interés de los créditos sindicados firmados por VAPAT con las cuatro entidades financieras sancionadas.

Tras la aportación de información por parte de las denunciadas, así como del Banco de España (BdE) y el Instituto de Crédito Oficial (ICO), la DC incoó expediente sancionador el 5 de abril de 2016.

Tras la notificación del Pliego de Concreción de Hechos (PCH), las entidades financieras propusieron la Terminación Convencional del Procedimiento presentando compromisos. La DC acordó no iniciar las actuaciones tendentes a la terminación convencional, continuando el procedimiento.

Dado el carácter complejo de los hechos analizados y sancionados se explica en primer lugar el funcionamiento de las operaciones de financiación sindicada de *project finance* y a continuación la firma de contratos de derivados financieros (verdadero problema analizado en el expediente).

Se denomina operaciones de **financiación de proyectos o *project finance*** a los mecanismos de financiación que suelen utilizarse en proyectos de gran envergadura. Frente a la financiación corporativa, donde los acreedores tienen acceso al conjunto de los recursos del deudor, la garantía de la financiación de proyectos se limita, con carácter general, a la capacidad del proyecto de generar los recursos necesarios para hacer frente al pago de la deuda.

¹ 23,9 millones de euros a SANTANDER, 15,5 millones de euros a SABADELL, 19,8 millones de euro a BBVA y 31,8 millones de euros a CAIXABANK.

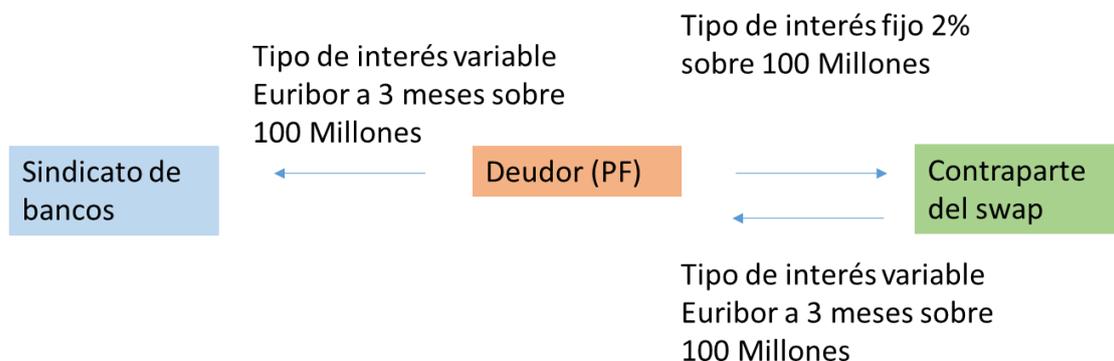
Debido al alto importe de los proyectos y al nivel de riesgo, es común en la práctica la creación de **créditos sindicados**, es decir, créditos en los que participa un conjunto de entidades financieras (sindicato de bancos), coordinados por un banco (agente), que generalmente llevará el peso de la negociación y posteriormente administrará el préstamo en nombre del sindicato. Los sindicatos constituyen un mecanismo temporal de asociación entre entidades, que ponen a disposición de un prestatario fondos prestables en términos y condiciones comunes y, en consecuencia, con una documentación también común (contrato de financiación o *Term Sheet*).

El principal coste para el prestatario de un crédito sindicado son los **intereses** que debe pagar sobre la parte del crédito dispuesto. El tipo de interés suele ser variable y se forma con un tipo de interés de referencia más un diferencial o **spread** que es el factor de remuneración más importante para el prestamista.

Los proyectos financiados mediante *project finance* suelen ser considerados de un riesgo elevado por lo que es común que los bancos del sindicato soliciten al cliente la contratación de un instrumento financiero de cobertura de riesgo, fundamentalmente **contratos de derivados**². Éstos instrumentos son utilizados para 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. En el expediente se han analizado dos tipos de derivados: los **swaps** y los **collar** de tipos de interés.

Los **swaps** de tipos de interés³ consisten en el intercambio de un tipo de interés fijo por uno variable. Como en las operaciones de financiación de proyecto sindicadas suelen llevarse a cabo con tipos de interés variables (i.e. Euribor a 6 meses + margen), el deudor puede contratar un swap de tipos de interés para que la contraparte le pague un tipo de interés variable (con el que hacer frente al pago de la deuda) a cambio de pagar un tipo fijo.

Esquema de un swap de tipos de interés tipo



² Un derivado es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo financiero, denominado producto subyacente.

³ *Interest rate swap* o IRS, por sus siglas en inglés.

El resultado para el deudor es una eliminación del riesgo de tipos de interés porque al tener dos operaciones simétricas (pago y cobro de una deuda con el mismo nominal y el mismo tipo de interés variable) el riesgo se elimina y solo le quedaría un pago neto que es el del tipo de interés fijo.

En las operaciones relacionadas con la investigación, el papel de la contraparte del *swap* era ocupada por las mismas entidades que participaban en el sindicato de bancos del *Project finance*⁴.

Los **collar** son un instrumento derivado complejo que incorpora a la vez dos tipos de opciones de tipos de interés, denominadas *cap* y *floor*. A través de un *collar*, el cliente del préstamo sindicado (deudor) compra una opción *cap*, que le permite protegerse de posibles subidas de tipo de interés, a la vez que vende una opción *floor*, por el que se obliga frente al banco a cubrir la diferencia si el tipo de interés cae por debajo del tipo fijado (o *floor*) y por tanto permite a los bancos protegerse de posibles bajadas en el tipo de interés del crédito. Ambas operaciones se establecen sobre un mismo nominal del crédito. En la práctica se crea una banda de tipos de interés máximo (*cap*) y mínimo (*floor*) entre los cuales se moverán los pagos del deudor y los ingresos del acreedor. Este instrumento cubre los riesgos de las dos partes (deudor y acreedor). Por un lado el deudor se asegura (a cambio del precio de compra del *cap*) que no pagará unos intereses por encima del tipo fijado en la opción y por otro renuncia, a cambio del precio de venta de la opción *floor*, a pagar menos si los tipos variables caen por debajo del tipo mínimo pactado, a modo de una cláusula suelo, *floor*. Esto sirve al banco (comprador de esta opción) para asegurarse una rentabilidad mínima del crédito (cláusula suelo).

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.

En este marco, y a la luz de los hechos, el Consejo de la CNMC analiza por separado dos conductas: i) la coordinación para fijar las condiciones económicas de los derivados para cobertura de riesgo de tipo de interés del préstamo sindicado destinado a *Project finance* y ii) la vinculación entre la concesión del crédito sindicato y la contratación del derivado con las mismas entidades bancarias que participan en el crédito sindicado.

En cuanto a la primera conducta, el Consejo de la CNMC considera acreditado que las entidades sancionadas se coordinaron para fijar un precio por encima del pactado en el contrato con el cliente en ambos instrumentos de cobertura del riesgo.

Es importante señalar que estos contratos de instrumentos derivados complejos se fijaron a “coste cero” o “coste nulo” o “valor de mercado”. Los términos coste cero o coste nulo se refieren a que, en el momento de contratación, ninguna de las partes debe realizar ningún desembolso, al ser el precio de la compra y la venta de opciones iguales. La relación a “valor de mercado” hace referencia a que

⁴ 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 crédito. Cada entidad financiera debe evaluar su riesgo y, podrá optar o no por la formalización de un derivado de cobertura en caso de necesitarlo.

el precio de las opciones compradas y vendidas (en el caso del *collar*) se realiza a precios de mercado y que, por tanto, no existe ningún tipo de margen cobrado por la entidad financiera.

El mecanismo para determinar el valor de las opciones incluidas en el *collar* y el *swap* es complejo y variará según el momento de contratación. Esto hace posible que sea necesario esperar al momento de la firma del contrato para establecer todas las condiciones.

De esta forma, en el caso de los *collar*, la operativa de contratación y fijación de los *caps* y los *floors* se llevaba a cabo a través del siguiente proceso: el deudor del crédito sindicado acudía a la notaría a firmar mientras que los representantes de las entidades financieras se conectaban a través de teleconferencia desde sus respectivas entidades para llevar a cabo el cálculo de los *caps* y los *floors*. En términos generales, el banco agente realizaba los cálculos y ofrecía unos valores que debían ser aceptados (o no) por el deudor del crédito sindicado y por el resto de las entidades bancarias⁵.

El conflicto de competencia analizado⁶ se produce porque las entidades financieras, antes de la conversación con el cliente, se comunicaban entre ellas para acordar un *floor* superior al de mercado.. Así, si el tipo *floor* que hacía que el derivado fuera a tipos de mercado era 2,5%, acordaban señalar un tipo superior. En este sentido, cabe señalar que cuanto más alto sea el tipo *cap* o más alto sea el tipo *floor* menor será el valor para el deudor sindicado.

En la investigación llevada a cabo por la DC, se han obtenido llamadas telefónicas, y correos electrónicos en los que las entidades financieras, con carácter previo a la contratación, se comunicaban los niveles obtenidos por cada una de ellas en las simulaciones y se coordinaban para fijar un *floor* superior al que se correspondía con el valor del mercado.

Junto con las operaciones denunciadas, la DC ha analizado un gran número de operaciones distintas donde se muestra esta coordinación, según se recoge en la resolución del Consejo de la CNMC.

La conclusión del Consejo es que las cuatro entidades sancionadas han llevado a cabo una coordinación para fijar condiciones económicas de la cobertura de riesgo de tipos de interés adulteradas, con márgenes implícitos impuestos de forma multilateral y concertada, y superiores a lo pactado con el cliente en el contrato “bajo condiciones de mercado”. El Consejo ha resuelto que esta conducta es una restricción de la competencia por objeto.

Las partes alegaron que la coordinación en la fijación de las condiciones es necesaria e intrínseca a la celebración de un crédito sindicado (y su cobertura). La CNMC considera que, aun en el caso de que fuera necesaria una coordinación para fijar el mismo precio eliminando las mínimas diferencias entre las distintas entidades por los distintos medios de cálculo, en el presente expediente, es el

⁵ La operativa es similar para la contratación de los *swap* de tipos de interés.

⁶ A lo largo de la investigación se ha valorado si es necesaria o no la coordinación de unos mismos tipos *cap* y *floor* por parte de todas las entidades financieras. Sin embargo, ante las alegaciones de las partes de ser una práctica general en este tipo de operaciones no se ha entrado en mayor análisis.

acuerdo previo de los bancos, con total desconocimiento del cliente, el que se imputa como infracción, y no el de la negociación final con el cliente a través de teleconferencia, pues es el primero 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 y acordar ilícitamente un precio más beneficioso para ellas. La fijación de precios sensiblemente superiores a los pactados (de mercado) excluye la posible defensa de la necesidad para asegurar la viabilidad del préstamo sindicado. Y es que, en ausencia de la 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*”.

De este modo, el Consejo invalida también la consideración realizada por las partes de considerar que las prácticas podrían considerarse una restricción accesoria al contrato del derivado o subsidiariamente que se podría aplicar la exención legal del artículo 1.3 de la LDC o 101.3 del TFUE. La fijación de precios superiores a los pactados con el cliente no permite “*a los consumidores o usuarios participar de forma equitativa en sus ventajas*”. Tampoco se ha podido demostrar que sea imprescindible que sean los bancos los que presten el derivado.

Por otro lado, y en relación a la segunda conducta analizada, la vinculación entre el préstamo sindicado y el derivado con las mismas entidades financieras, ha sido un elemento desarrollado de forma extensa en la Resolución. La DC consideró que la infracción del artículo 1 (LDC) y 101 (TFUE) estaba constituida por dos conductas individualizadas pero relacionadas entre sí. La primera es la ya analizada coordinación de precios. La segunda es la vinculación injustificada entre la concesión del crédito sindicado y la contratación del derivado para la cobertura de tipos de interés con las mismas entidades bancarias que financiaban el proyecto. El Consejo se desvía de la opinión de la DC al considerar que “*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.*” Si bien esta vinculación podría haber operado como un elemento facilitador de la coordinación de los precios.

Por último, y dado que a pesar de que se trata de una restricción por objeto, que por su especial potencial de distorsión de la competencia no exige la prueba de efectos contrarios a la competencia, la CNMC 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*”. Según los datos que obran en el expediente, en el período de la infracción las cuatro imputadas participaron simultáneamente en 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 en 2013, y aún más si se consideran las operaciones en las que participaron simultáneamente al menos tres o dos de las entidades bancarias imputadas.

20 de febrero 2018