



# Syndicated loans e profili antitrust. La Relazione *ad hoc* della Commissione

📅 02/09/2019

📖 SOCIETÀ, COMPLIANCE, DIRITTO BANCARIO E DEI MERCATI FINANZIARI, DIRITTO EUROPEO E DELLA CONCORRENZA

Roberto A. Jacchia  
Marco Stillo

**N**ell'aprile 2019 la Commissione Europea ha pubblicato una Relazione *ad hoc* sull'impatto dei prestiti sindacati sulla concorrenza<sup>1</sup>, allo scopo di valutare l'efficacia ed il funzionamento del mercato ed identificare eventuali problemi.

Il debito è una fonte di finanziamento fondamentale per l'economia europea, ed il mercato dei prestiti sindacati (c.d. *syndicated loans*) è uno dei suoi principali elementi.

I prestiti sindacati sono crediti concessi da un gruppo di banche ad un prenditore. Si tratta di strumenti ibridi che combinano caratteristiche tipiche del rapporto

creditizio banca-cliente ed altre proprie di un debito negoziato sul mercato. Essi consentono la ripartizione del rischio di credito tra diversi finanziatori, senza comportare gli oneri informativi ed i limiti cui sono sottoposti gli emittenti di obbligazioni, così costituendo una forma di finanziamento alternativa rispetto ai prestiti bilaterali e al mercato obbligazionario, offrendo vantaggi sia ai finanziatori, come la possibilità di guadagnare commissioni e visibilità su determinati mercati limitando al tempo stesso la loro esposizione al rischio, che ai prenditori, con un maggiore accesso al capitale e minori costi di transazione.

In un mercato che ricomprende tipologie di operazioni anche molto diverse, quali i

---

<sup>1</sup> Directorate-General for Competition 05.03.2019, *EU loan syndication and its impact on competition in credit markets*.



*leveraged buyouts* (LBO)<sup>2</sup> e la finanza di progetto (*project financing*, PF)<sup>3</sup>, i prestiti possono distinguersi in tre categorie. La prima consiste nel cosiddetto *underwritten deal*. Questo tipo di accordo, particolarmente diffuso in Europa, consente ad un gruppo iniziale di banche di sottoscrivere interamente il prestito, negoziandone i termini prima di affacciarsi sul mercato per coinvolgere ulteriori finanziatori. Con la seconda categoria, il *club deal*, invece, è una singola istituzione a commercializzare il prestito ad un gruppo di banche direttamente e singolarmente, divenendone la capogruppo. Infine, tramite il cosiddetto *best-effort syndication deal* il gruppo bancario iniziale accetta di farsi carico solamente di una parte del prestito, ricercando altri partecipanti e negoziando i termini all'interno del gruppo prima dell'accordo finale.

Poiché i prestiti sindacati implicano necessariamente la cooperazione tra i prestatori, ed accordi su elementi quali la quantità di capitale richiesta, i corrispettivi e l'assegnazione delle quote di prestito, la Relazione analizza i diversi problemi di compatibilità che potrebbero sorgere con le norme di concorrenza, in particolare, con gli articoli 101 e 102 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

Per quanto riguarda l'articolo 101 TFUE, generalmente i prestatori cooperano sulla base delle istruzioni ricevute dal prestatore al fine di discutere il prestito e condividere informazioni nel suo interesse. Queste istruzioni, insieme con

la trasparenza verso il prestatore, sono di regola indicatori della mancanza di una finalità anticoncorrenziale. Ciò non è di per sé sufficiente per dimostrare se l'accordo presenti valenza anticoncorrenziale, ma è comunque rilevante nella valutazione complessiva.

Con riferimento, invece, alle interazioni con l'articolo 102 TFUE, un gruppo di banche finanziatrici potrebbe detenere un forte potere di mercato in quanto, congiuntamente, esse potrebbero comportarsi in maniera rilevante indipendentemente dai concorrenti e dal prestatore, come ad esempio nel caso in cui quest'ultimo fosse in difficoltà e si trovasse di fronte a un evento di *default*<sup>4</sup>. In tali ipotesi, qualora le banche finanziatrici imponessero condizioni non obiettivamente giustificate al rifinanziamento, come ad esempio un vincolo all'acquisto di altri servizi o corrispettivi eccessivi, non si può escludere che tali condotte possano sollevare questioni di concorrenza.

Successivamente, poiché la misura dei rischi per la concorrenza varia a seconda delle diverse fasi del processo di sindacazione, la Relazione si focalizza singolarmente su ognuna di esse, in particolare distinguendo a seconda che ci si trovi nel contesto di un'operazione di LBO o di PF.

Per quanto riguarda la fase di costituzione del gruppo bancario principale, la procedura potrebbe consistere in una gara competitiva tra singole banche o tra consorzi, oppure prevedere la nomina diretta di un

---

<sup>2</sup> Con *leveraged buyout* si intende un'operazione di finanza strutturata utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa. Solitamente, essa prevede la creazione di una società-veicolo costituita *ad hoc*, in cui gli sponsor dell'operazione e i finanziatori immettono il capitale di rischio e il capitale di debito necessario. Si tratta dunque di una tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (*target*), che ha come caratteristica quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto, debito il cui rimborso è collegato alla generazione di flussi di cassa e/o alla cessione di attività del *target*.

<sup>3</sup> La finanza di progetto è una operazione di finanziamento a lungo termine, che consiste nell'utilizzo di una società neocostituita (*Special Purpose Vehicle*) la quale serve a mantenere separati i beni del progetto da quelli dei soggetti promotori dell'iniziativa d'investimento.

<sup>4</sup> Un evento di *default* è una circostanza predefinita che consente ad un finanziatore di chiedere il rimborso per intero di un saldo prima che questo sia dovuto, come ad esempio l'insolvenza o il mancato rispetto dell'accordo.

finanziatore da parte del prenditore, ipotesi in cui i rischi per la concorrenza dovrebbero essere minimi. Nel caso di una gara, invece, tanto che ci si trovi nel contesto di un LBO quanto di un PF, il rischio è che lo scambio di informazioni tra concorrenti effettivi o potenziali si concreti in una pratica che limita la concorrenza e facilita, al contempo, l'allineamento dei comportamenti concorrenziali. Tuttavia, se questi scambi di informazioni avvengono con il consenso esplicito del prenditore, ciò potrebbe costituire un riscontro *prima facie* del fatto che non ci si trova di fronte ad una condotta anticoncorrenziale per oggetto. Infine, nel caso di una gara tra consorzi, tanto in un LBO quanto in un PF, i rischi saranno principalmente due: i) che gli accordi presi dal gruppo delle banche offerenti in risposta a una richiesta di proposta<sup>5</sup> avanzata dal soggetto interessato al finanziamento vadano oltre quanto necessario allo scopo, divenendo anticoncorrenziali per oggetto; e ii) che le banche che si raggruppano nel consorzio, disponendo di un elevato potere contrattuale nel mercato rilevante, pongano in essere pratiche anticoncorrenziali di corrispettivi eccessivi attraverso la condivisione delle informazioni.

Una volta che il gruppo dei finanziatori si è costituito, questi si riuniscono per discutere i termini del prestito. A condizione che essi operino entro il mandato del prenditore, gli scambi informativi che hanno luogo durante queste discussioni, che rappresentano uno snodo essenziale del processo di sindacazione, non dovrebbero risultare problematici dal punto di vista della concorrenza. L'unica cautela sarà quella di non andare al di là di quanto specificato nel mandato, con pratiche di

aumento dei corrispettivi o di limitazione dell'offerta che sarebbero anticoncorrenziali per oggetto.

Per quanto riguarda le operazioni successive alla stipula dell'accordo, nell'ambito di un LBO, ed in particolare nell'ipotesi di *underwritten deal* o di *best-effort syndication deal*, potrebbero sorgere rischi per la concorrenza sia nella scelta degli ulteriori partecipanti al sindacato, che nelle trattative tra i membri. Nel primo caso, il rischio consiste nella possibilità che, influenzando la selezione delle banche che parteciperanno al sindacato, i membri che già ne fanno parte possano dar luogo a comportamenti collusivi mediante accordi reciproci in cambio di affari futuri. Tuttavia, fintanto che le banche operano nell'ambito del mandato, i rischi dovrebbero essere ridotti. Nel secondo caso, invece, il rischio consiste nella possibilità per i membri già parte del sindacato di sfruttare l'asimmetria informativa di cui godono rispetto ai nuovi membri a loro vantaggio, dunque, con finalità od effetti escludenti.

Nella gran parte dei casi, il finanziamento dell'operazione non è il solo oggetto del contratto stipulato dal prenditore con il gruppo bancario. Accanto ad esso, infatti, le banche sono solite offrire una serie di servizi accessori, come ad esempio i cosiddetti *hedging services*<sup>6</sup>. Fintanto che i servizi accessori sono direttamente correlati alla fornitura del prestito, e le loro condizioni sono commisurate ad esso, non vi saranno particolari rischi per la concorrenza. Tuttavia, può accadere che le banche si accordino tra di loro sulle condizioni da applicare al mutuatario per la fornitura di tali servizi, violando in questo caso le disposizioni dell'articolo 101 TFUE<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> La richiesta di proposta (*request for proposal*, RFP) è un documento formale che delinea i requisiti specifici per un progetto o un servizio, utilizzato da molte organizzazioni per ricevere le offerte da potenziali venditori.

<sup>6</sup> Per *hedging* (copertura del rischio) si intende una strategia volta a tutelare un investimento a termine da possibili imprevisti quali per esempio fluttuazioni di cambi o di tassi, il cui ambito di applicazione tipico è quello delle operazioni a tasso variabile.

<sup>7</sup> Nel febbraio 2018, la Commissione spagnola per i mercati e la concorrenza (*Comisión nacional de los mercados y la competencia*, CNMC) ha irrogato una sanzione di 91 milioni di euro nei confronti di quattro banche nazionali accusate di aver fissato il prezzo dei derivati sui tassi di interesse collegati a prestiti sindacati.

Oppure, è possibile che le banche sindacate richiedano al mutuatario di acquistare un servizio offerto da una o più di loro, non direttamente collegato al prestito sottostante.

Il processo di sindacazione può dar luogo a diverse violazioni delle norme di concorrenza. Pertanto, la Relazione si conclude con l'individuazione delle principali salvaguardie necessarie far fronte a tali rischi. In *primis*, vi è un dovere generale di diligenza delle banche nei confronti dei propri clienti. Nello specifico, i coordinatori dovrebbero garantire che non vi siano opzioni alternative da offrire al prestatore, ivi incluso l'invito a partecipare ad altri finanziatori non precedentemente coinvolti nel processo, oppure la ristrutturazione del prestito stesso. In secondo luogo, bisognerebbe evitare gli scambi di informazioni arbitrari o non necessitati. In questo caso, la principale salvaguardia consisterà nel fare


affidamento su protocolli operativi e migliori pratiche sulle modalità di trasferimento e condivisione delle informazioni al fine di evitare allineamenti dei prezzi. Infine, i servizi accessori non direttamente correlati al prestito, quali ad esempio i futuri servizi di consulenza, potrebbero essere trattati nell'ambito della negoziazione del prestito con l'utilizzo di clausole di opzione o prelazione idonee ad attenuare ogni possibile effetto di *tying*.

Sebbene la Relazione non costituisca un documento vincolante, essa fornirà sicuramente alla Commissione ed alle altre Autorità antitrust nazionali una base significativa per l'applicazione al settore delle regole di concorrenza.



**Roberto A. Jacchia**  
**PARTNER**


 r.jacchia@dejalex.com

 +39 02 72554.1

 Via San Paolo 7  
20121 - Milano

**Marco Stillo**  
**ASSOCIATE**

 m.stillo@dejalex.com

 +32 (0)26455670

 Chaussée de La Hulpe 187  
1170 - Bruxelles

**MILANO**

Via San Paolo, 7 · 20121 Milano, Italia  
T. +39 02 72554.1 · F. +39 02 72554.400  
milan@dejalex.com

**ROMA**

Via Vincenzo Bellini, 24 · 00198 Roma, Italia  
T. +39 06 809154.1 · F. +39 06 809154.44  
rome@dejalex.com

**BRUXELLES**

Chaussée de La Hulpe 187 · 1170 Bruxelles, Belgique  
T. +32 (0)26455670 · F. +32 (0)27420138  
brussels@dejalex.com

**MOSCOW**

Ulitsa Bolshaya Ordynka 37/4 · 119017, Moscow, Russia  
T. +7 495 792 54 92 · F. +7 495 792 54 93  
moscow@dejalex.com