

PRAKTIJKBERICHTEN

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

M.C. Brabers & R.A. Struijlaart

1 Inleiding

Op 5 april 2019 publiceerde de Europese Commissie (de Commissie) een lijvig rapport met de resultaten van het mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen ('EU loan syndication and its impact on competition and credit markets') (het Rapport).¹

Het valt te begrijpen dat de Commissie gesyndiceerde leningen op de mededingingsrechtelijke korrel heeft genomen. Het kartelverbod verbiedt namelijk (kort samengevat) concurrentiebeperkende gedragingen tussen ondernemingen, terwijl het kenmerk van een gesyndiceerde lening juist is dat meerdere banken (uit oogpunt van risicospreiding) samenwerken om één grote lening aan een onderneming te verstrekken. Iedere bank leent een gedeelte van het totale leenbedrag uit en de leenvoorwaarden worden vastgelegd in één leenovereenkomst tussen de banken en de geldlener. Dit vergt (uiteraard) de nodige afstemming tussen (potentiële) concurrenten en de lezer zal begrijpen dat het mededingingsrecht dan al snel in beeld komt. De financiële sector had potentiële mededingingsrisico's met betrekking tot gesyndiceerde leningen overigens zelf ook al op de radar. In 2014 publiceerde de Loan Markets Association reeds een notitie over mededingingsaspecten van gesyndiceerde leningen en herinnerde zij haar leden eraan dat mededingingsrechtelijke compliancemaatregelen noodzakelijk zijn.²

Het marktonderzoek past bovendien in de belangstelling die Europese mededingingsautoriteiten hebben voor de financiële sector. De Commissie heeft onlangs forse kartelboetes opgelegd voor (onder meer) de manipulatie van de LIBOR,³ de

1 Europese Commissie, EU loan syndication and its impact on competition in credit markets, 5 april 2019 (www.ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419330enn.pdf).

2 Loan Markets Association, Notice on the application of competition law to syndicated loan arrangements, 30 mei 2014 (www.lma.eu.com/application/files/1514/6695/7414/Notice_on_the_Application_of_Competition_Law_to_Syndicated_Loan_Arrangements.pdf).

3 LIBOR staat voor 'Libor Interbank Offered Rate' en dat is de gemiddelde rente die banken elkaar in rekening brengen voor interbancaire leningen. De LIBOR wordt voor verschillende looptijden en valuta's vastgesteld. Zie de beschikkingen van de Commissie van 21 oktober 2014 inzake AT.39914 (Swiss Franc Interest Rate Derivates) en AT.39924 (Bid Ask Spread Infringement) en 4 december 2013 inzake AT.39861 (Yen Interest Rate Derivates).

EURIBOR⁴ en wisselkoersen.⁵ Ook heeft de Commissie twee jaar geleden (in meerdere lidstaten) onaangekondigde bedrijfsbezoeken verricht om te kunnen onderzoeken of er sprake is van een ongerechtvaardigde uitsluiting van *fintechs*.⁶ Ten tijde van het schrijven van dit artikel heeft de Commissie bovendien mededingingsrechtelijke vragen gesteld aan Facebook over Libra⁷ – de digitale munt die Facebook met andere Big Techs wil introduceren – en Apple over Apple Pay.⁸ De Nederlandse mededingingsautoriteit, de Autoriteit Consument en Markt (ACM), doet met de Monitor Financiële Sector geregeld verslag van haar marktonderzoeken naar mogelijke concurrentieproblemen in de financiële sector. In het kader van deze Monitor heeft de ACM eveneens gesyndiceerde leningen bestudeerd⁹ en (mede in het kader van haar toezicht op de naleving van PSD2) banken meerdere malen gewaarschuwd *fintechs* niet uit te sluiten van de betaalmarkt door de laatstgenoemde rekeninginformatie te ontzeggen.¹⁰ In Spanje heeft de mededingingsautoriteit onlangs vier banken beboet voor de onderlinge prijsvaststelling van rentederivaten die een geldlener vaak afsluit in het kader van een gesyndiceerde lening.¹¹ Tot slot heeft de Britse mededingingsautoriteit (de Competition & Markets Authority (CMA)) enkele jaren geleden waarschuwingsbrieven (*on notice letters*) naar ondernemingen gezonden omdat deze ondernemingen mogelijk het kartelverbod zouden hebben overtreden door concurrentie-

- 4 EURIBOR staat voor 'Euro Interbank Offered Rate' en dat is de gemiddelde rente die banken elkaar in rekening brengen voor interbancaire leningen in euro. De EURIBOR wordt voor verschillende looptijden vastgesteld. Zie de beschikkingen van de Commissie van 4 december 2013 en 7 december 2016 inzake AT.39914 (Euro Interest Rate Derivatives). De Commissie heeft twee beschikkingen genomen omdat een aantal banken geschikt heeft met de Commissie.
- 5 Commissie, Antitrust: Commission fines Barclays, RBS, Citigroup, JPMorgan and MUFG €1.07 billion for participating in foreign exchange spot trading cartel, 16 mei 2019 (www.europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2568_en.htm).
- 6 Commissie, Antitrust: Commission confirms unannounced inspections concerning access to bank account information by competing services, 6 oktober 2017 (www.europa.eu/rapid/press-release_MEMO-17-3761_en.htm).
- 7 Bloomberg, Facebook's Libra currency gets European Union antitrust scrutiny, 20 augustus 2019 (www.news.bloomberglaw.com/banking-law/facebook-libra-currency-gets-european-union-antitrust-scrutiny).
- 8 Financial Times, EU sets sights on Apple Pay over antitrust concerns, 16 oktober 2019 (www.ft.com/content/e65c9a76-f039-11e9-bfa4-b25f11f42901).
- 9 De ACM heeft de markt voor gesyndiceerde leningen in 2010 en 2011 (in het kader van vastgoedfinanciering) onderzocht. De auteurs verwijzen naar het nieuwsbericht van de ACM van 25 januari 2010, getiteld 'NMa: beperkte keuze uit banken bij syndicaatlending' (www.acm.nl/nl/publicaties/publicatie/5439/NMa-beperkte-keuze-uit-banken-bij-syndicaatlending) en de 'Sectorstudie Vastgoedfinanciering' van april 2011 (www.acm.nl/nl/publicaties/publicatie/6598/NMa-studie-geeft-inzicht-in-concurrentierisicos-vastgoedfinanciering). Hoewel de ACM mededingingsrisico's signaleert, had zij volgens voornoemd nieuwsbericht 'geen aanwijzingen voor een overtreding van de Mededingingswet op de markt voor club deals en syndicaatleningen'.
- 10 Zie bijv. ACM, Fintechs in het betalingsverkeer: het risico van uitsluiting, 19 december 2017 (www.acm.nl/sites/default/files/documents/2018-08/acm-studie-fintechs-in-het-betalingsverkeer-het-risico-van-uitsluiting.pdf).
- 11 CNMC, La CNMC sanciona a 4 bancos por concertarse para ofrecer derivados en condiciones distintas de las pactadas, 14 februari 2018 (www.cnmc.es/2018-02-14-la-cnmc-sanciona-4-bancos-por-concertarse-para-ofrecer-derivados-en-condiciones).

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

gevoelige informatie met betrekking tot gesyndiceerde leningen uit te wisselen.¹² Het is dus evident dat de financiële sector in de belangstelling staat van Europese mededingingsautoriteiten.

Dat er op een gegeven moment een Europees onderzoek zou volgen naar gesyndiceerde leningen, was daarom misschien wel een kwestie van tijd. Een onderzoek naar gesyndiceerde leningen werd voor het eerst aangekondigd in het Managementplan van het directoraat-generaal Mededinging van de Commissie over 2017.¹³ Gelet op de diverse nieuwsberichten die werden gepubliceerd naar aanleiding van dit voornemen, trok deze aankondiging kennelijk de aandacht van de financiële sector, die zich (collectief) afvroeg wat de Commissie precies op het oog had. De (professionele) banken hadden (misschien naar aanleiding van voornoemde onderzoeken) naar mag worden aangenomen al de nodige compliance-maatregelen getroffen. Het aanbestedingsdocument waarmee de Commissie het marktonderzoek in de markt zette, bood enige duidelijkheid.¹⁴ Economisch onderzoeksbureau Europe Economics, tevens de enige inschrijver, won de aanbesteding en heeft het marktonderzoek (samen met het Britse advocatenkantoor Euclid Law) uitgevoerd.

Het Rapport begint dan ook met een forse disclaimer dat het Rapport niet noodzakelijk overeen hoeft te komen met de opvattingen van de Commissie. Dit gezegd hebbende, kan de Commissie een op haar verzoek opgeleverd omvangrijk rapport (van maar liefst 317 pagina's), geschreven door vooraanstaande deskundigen, uiteraard niet zomaar naast zich neerleggen.

In dit artikel zullen wij de belangrijkste onderdelen van het Rapport bespreken volgens het stramien van het Rapport. Dat betekent dat wij allereerst in zullen gaan op de onderzoeksopzet, daarna op de beschrijving van de markt voor gesyndiceerde leningen, wij vervolgens het juridische kader zullen bespreken, waarna de toepassing op de markt volgt. Het artikel sluit af met een conclusie.

2 Onderzoeksopzet

Het doel van het marktonderzoek is 'het onderzoeken hoe efficiënt de markt voor gesyndiceerde leningen is, hoe deze functioneert en het identificeren van mogelijke mededingingsproblemen'¹⁵ (vertaling MB & RS). De doelstelling van het marktonderzoek vertoont daarmee gelijkenis met de doelstelling van een formeel sectoronderzoek. In een sectoronderzoek gaat een mededingingsautoriteit (zoals de Commissie of de ACM) zelf in zijn algemeenheid na hoe een markt functio-

12 CMA, Hot topic: Competition law concerns involving syndicated lending firms, 16 februari 2017 (www.fca.org.uk/news/newsletters/regulation-round-february-2017).

13 Commissie, Management plan – Competition, 15 februari 2017, p. 11 (www.ec.europa.eu/info/publications/management-plan-2017-competition_en).

14 Zie de aanbestedingsdocumentatie op eTendering (www.etendering.ted.europa.eu/cft/cft-display.html?cftId=2309).

15 Rapport, p. 16.

neert, en of zich daarop mededingingsproblemen voordoet. In het kader van een dergelijk sectoronderzoek (waarvan in onderhavig geval dus geen sprake is) mag een mededingingsautoriteit zelfs inlichtingen vorderen van ondernemingen. Door de doelstelling van het marktonderzoek alvast in te richten langs de lijnen van een sectoronderzoek faciliteert het Rapport een eventuele mededingingsrechtelijke opvolging daarvan (bijvoorbeeld in de vorm van een sectoronderzoek en/of concrete handhaving) door de Commissie.

Overeenkomstig de aanbestedingseisen van de Commissie gaat het marktonderzoek in op drie typen gesyndiceerde leningen, te weten *leveraged buyouts* (LBO's), project- en infrastructuurfinancieringen. Voorts beperkt het onderzoek zich tot de EU-lidstaten Frankrijk, Duitsland, Nederland, Polen, Spanje en het Verenigd Koninkrijk. Ook deze selectie volgt uit het aanbestedingsbestek. De geografische afbakening van het onderzoek komt ons logisch voor. Ongeveer 74 procent van het totale leenbedrag van de onderzochte financieringen wordt namelijk geleend door geldleners in de zes voornoemde onderzochte lidstaten.¹⁶

Een kanttekening die daarbij wel kan worden geplaatst, is dat LBO's, project- en infrastructuurfinancieringen slechts 11 procent van de totale markt voor gesyndiceerde leningen uitmaken. Daarmee valt een groot gedeelte van de gesyndiceerde leningen (89 procent) buiten het marktonderzoek. Ongeveer 57 procent van de gesyndiceerde leningen wordt bijvoorbeeld aangewend voor algemene financieringsdoeleinden.¹⁷ Voorts vergen met name projectfinancieringen specialistische expertise van banken (met name als het gaat om bijzondere infrastructuurfinancieringen – bijvoorbeeld duurzame energie), waardoor er minder banken op deze markt actief zijn. Dit zorgt uiteraard voor een eigen concurrentiedynamiek op deze markt omdat daardoor (bijvoorbeeld) banken elkaar vaker tegen zullen komen in transacties. Ofwel, op basis van het voorgaande kan de vraag worden gesteld in hoeverre het marktonderzoek (in ieder geval vanuit mededingingsrechtelijk perspectief) representatief is voor alle gesyndiceerde leningen.

3 De markt voor gesyndiceerde leningen

Het Rapport vervolgt met een 128 pagina's tellende beschrijving van de verschillende typen gesyndiceerde leningen, de daarbij betrokken actoren en het proces. Allicht zijn deze hoofdstukken van het Rapport voor de Commissie het meest waardevol. Want hoewel de Commissie het volgens de disclaimer dus niet noodzakelijkerwijs eens hoeft te zijn met haar deskundigen, heeft zij met het Rapport wel een gedetailleerde beschrijving van de markt vanuit mededingingsrechtelijk perspectief in handen, dat zich kan lenen voor opvolging.

Het eerste dat opvalt in deze beschrijving is dat zogenoemde *club deals* als gesyndiceerde leningen worden betrokken in de analyse.¹⁸ Aangezien onder een 'echte'

¹⁶ Rapport, p. 70.

¹⁷ Rapport, p. 70.

¹⁸ Rapport, p. 21.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

gesyndiceerde lening (niet zijnde een *club deal*) een bank zijn *commitment* (gedeeltelijk) zal willen doorverkopen (syndiceren) aan investeerders in de secundaire markt, zal deze bank na willen gaan of de bank zijn *commitment* wel kwijt kan in deze markt. Het raadplegen van de secundaire markt door de bank wordt ‘*market sounding*’ genoemd. Zonder een juiste inrichting van deze *market sounding* kan dit proces – zoals we hierna zullen toelichten – op gespannen voet staan met het mededingingsrecht. In een *club deal* is er in de regel geen noodzaak tot *market sounding* omdat de banken hun *commitment* zelf aanhouden en niet doorverkopen (niet syndiceren) in de secundaire markt, waardoor in de markt soms wordt gezegd dat een *club deal* niet echt een gesyndiceerde lening is. Vanwege het ontbreken van de *market sounding* spelen mededingingsrechtelijke issues minder in *club deals*.

De meerderheid van de projectfinancieringen wordt in de vorm van een *club deal* verstrekt.¹⁹ Een LBO wordt vaak in de vorm van een ‘*fully underwritten*’²⁰ of een ‘*best effort*’²¹ gesyndiceerde lening aangegaan die voor banken de mogelijkheid biedt om (aldus in tegenstelling tot een *club deal*) de lening door te verkopen aan investeerders in de secundaire markt. Het Rapport maakt daarom in de analyse vaak een onderscheid tussen enerzijds LBO’s en anderzijds project- en infrastructuurfinancieringen.

3.1 Vorming van de lead banking group

Het Rapport schetst daarna het leenproces, waarbij met name aandacht wordt besteed aan de vorming van de *lead banking group*. De *lead banking group* bestaat (meestal) uit de banken die (al dan niet initieel²²) *commitment* op zich nemen. Over het algemeen worden de banken van de *lead banking group* door de geldlener als volgt geselecteerd:

- 1 De geldlener nodigt banken uit om deel te nemen aan de transactie, daartoe wordt bijna altijd (93 procent) een competitief biedproces ingericht.
- 2 De banken dienen individuele offertes in tijdens dit competitieve biedproces.
- 3 De geldlener onderhandelt afzonderlijk met de banken over de commerciële voorwaarden van de lening en stelt op basis van deze individuele onderhandelingen één *term sheet* op.
- 4 De geldlener en de door de geldlener geselecteerde banken tekenen de *term sheet*, waarin alle commerciële voorwaarden zijn vastgelegd.

¹⁹ Rapport, p. 22.

²⁰ Een ‘*fully underwritten*’ financiering is een lening met een resultaatsverplichting voor de bank. Als het de bank niet lukt om zijn leningsdeel (volledig) door te verkopen, zal de bank het tekort zelf moeten verstrekken.

²¹ Een ‘*best underwritten*’ financiering is een lening met een inspanningsverplichting voor de bank. Als het de bank niet lukt om zijn leningsdeel (volledig) door te verkopen, hoeft de bank het verschil niet zelf te verstrekken.

²² In een ‘*fully underwritten*’ en ‘*best effort*’-financiering wordt het *commitment* initieel verstrekt omdat de banken hun leendeel vervolgens zullen doorverkopen. In een ‘*club deal*’ is er geen sprake van doorverkoop.

5 De geldlener en de banken werken aan de hand van de *term sheet* de leenovereenkomst uit.²³

Hoewel de afzonderlijke onderhandelingen tussen de geldlener en de verschillende banken dus uiteindelijk uitmonden in één *term sheet*, wakkert de geldlener tijdens dit competitieve biedproces de concurrentie tussen de banken aan ten einde de meest gunstige commerciële leenvoorwaarden overeen te komen. Het Rapport merkt op dat de geldleners – al dan niet ondersteund door *debt advisors*, zie hierna – over het algemeen voldoende capabel en ervaren zijn om deze rol op zich te nemen.²⁴

In dit kader sluit de geldlener vaak ook een geheimhoudingsovereenkomst met de biedende banken die het de biedende banken verbiedt om transactie-informatie met derden (zoals andere banken) te delen. Deze geheimhoudingsovereenkomst verbiedt in de regel niet een *market sounding* waarin geen vertrouwelijke transactie-informatie ter sprake komt, maar waarin een bank in zijn algemeenheid informeert of een investeerder interesse heeft om te participeren in een lening binnen een bepaalde sector. Alleen met voorafgaande toestemming van de geldlener mag een bank transactie-informatie gebruiken in zijn *market sounding*.²⁵ Binnen een bank wordt deze *market sounding* vaak uitgevoerd door de ‘*syndication desk*’, die de secundaire markt goed kent omdat deze afdeling (uiteindelijk) verantwoordelijk is voor het doorverkopen van leningen aan investeerders in de secundaire markt. Deze ‘*syndication desk*’ is vaak functioneel gescheiden van de zogenoemde ‘*pitch desk*’/‘*origination desk*’ van de bank, die tijdens het competitieve biedproces in contact staat met de geldlener en (uiteindelijk) de offerte uitbrengt. Naast de *market sounding* zal een bank zijn offerte baseren op andere aanwezige (interne of externe) marktkennis, denk aan eigen *dealdata*.²⁶

Als de banken van de *lead banking group* zijn geselecteerd, zullen deze banken (tenzij er sprake is van een *club deal*) door de geldlener gemandateerd worden om – binnen de voorwaarden van de *term sheet* – investeerders te zoeken die bereid zijn om deel te nemen aan de lening. De geldlener zal de geselecteerde banken in dit kader vragen om een gezamenlijke verkoopstrategie te ontwikkelen voor de lening. Een belangrijke rol is dan weggelegd voor de zogenoemde ‘*bookrunner(s)*’. Een *bookrunner* is verantwoordelijk voor de (coördinatie van de) doorverkoop van de lening in de secundaire markt en staat daardoor zowel in contact met investeerders als met de geldlener. Vanwege het prestige en de *fees* die aan deze rol verbonden zijn, is de *bookrunners*-functie erg gewild onder de banken. Daarnaast is de *bookrunners*-functie gewild onder banken die *commitment* aangaan, omdat ze daardoor invloed krijgen op de syndiceringsstrategie (en aldus niet afhankelijk zijn van het succes van een andere bank in deze fase). Hoewel er in grote transacties meestal meerdere *bookrunners* worden aangewezen, is het mogelijk dat

23 Rapport, p. 32-42.

24 Rapport, p. 22 en 32.

25 Rapport, p. 33 en 38-39.

26 Voor een overzicht van deze (externe en interne) kennis, zie Rapport, p. 38.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

een geldlener ervoor kiest één *bookrunner* aan te wijzen (de zogenoemde ‘*lead left bookrunner*’) die verantwoordelijk is voor het gehele syndiceringsproces. Een (inherent) voordeel van het aanwijzen van één *bookrunner* is een consistente verkoopstrategie richting investeerders in de secundaire markt.²⁷

De investeerders die worden benaderd door de *bookrunners* zijn over het algemeen kleinere banken, institutionele beleggers, schuld- en/of hedgefondsen. Het Rapport beschrijft dat de geldlener vaak nauw betrokken is bij de selectie van investeerders. In Europa is het gebruikelijk dat de geldleners en de *bookrunners* een ‘*white list*’ opstellen met investeerders die door de *bookrunners* benaderd mogen worden. Deze lijst is vaak onderdeel van de *term sheet* en banken hebben er (uiteraard) belang bij dat deze lijst zo lang mogelijk is en (in ieder geval) de eigen investeringsrelaties bevat.²⁸

3.2 *Market flex-bepaling*

De *bookrunner* is dan ook de spil tussen de geldlener en de secundaire markt. De geldlener staat meestal niet direct in contact met de investeerder in de secundaire markt en zij onderhandelen dan ook niet onderling over de leenvoorwaarden. De commerciële leenvoorwaarden zijn immers al afgesproken in de *term sheet*, die reeds is gesloten tussen de deelnemende banken en de geldlener. Uiteraard kan dit voor de nodige wrijving zorgen als blijkt dat – ondanks vooronderzoek door de bank in een *market sounding* – de investeerders in de secundaire markt eigenlijk geen interesse hebben in de lening. De transactiedocumentatie kan daarom voorzien in een ‘*market flex-bepaling*’, die het voor banken mogelijk maakt om de lening in dat geval aantrekkelijker te maken voor investeerders. Een dergelijke bepaling kan bijvoorbeeld voorzien in een aanpassing van de rente en/of een aanpassing van de leenstructuur. Al in de *term sheet* worden afspraken gemaakt over de voorwaarden en de uitoefening van de *market flex-bepaling*.²⁹

Vanuit mededingingsrechtelijk perspectief begrijpen wij waarom de Commissie (ook de bestudering van deze bepaling volgt uit het aanbestedingsdocument) interesse heeft in de *market flex-bepaling*. Deze voorziening kan door de banken in het nadeel van de geldlener worden ingezet als de markt zich tegen de geldlener keert.

3.3 *Debt advisors*

Alhoewel het Rapport opmerkt dat geldleners over het algemeen voldoende capabel en ervaren zijn om het leenproces (waaronder het competitieve biedproces) in goede banen te leiden, signaleert het Rapport dat geldleners in toenemende mate gebruik maken van *debt advisors*. *Debt advisors* worden door de geldlener onder meer ingeschakeld om het leenproces te begeleiden, leenvoorwaarden te beoordelen en met biedende banken te onderhandelen. Sommige geldleners (10 procent) beschikken over interne *debt advisors*. In de meeste gevallen (74 procent) zal een

27 Rapport, p. 22-23 en 43-45.

28 Rapport, p. 43-45.

29 Rapport, p. 46-48 en 180-183.

geldlener een beroep doen op externe *debt advisors*. Dan kan worden gedacht aan de externe bijstand door een daarin gespecialiseerd boetiekkantoor of een (bij de financiering betrokken) bank.³⁰ Weinig verrassend concentreert het Rapport zich met name op de situatie waarin een geldlener een bij de financiering betrokken bank betreft als externe *debt advisor*, omdat het belang van de betrokken bank kan conflicteren met het belang van de geldlener. Deze situatie doet zich volgens het Rapport voornamelijk voor in (48 procent van de) projectfinancieringen.³¹

Dit (potentiële) belangenconflict is overigens niet een mededingingsrechtelijk knelpunt. Wij zullen daarom niet verder ingaan op dit punt en volstaan met de opmerking dat het Rapport aangeeft dat de meeste banken een belangenconflict proberen te voorkomen door de leenarm van de bank te scheiden van *debt advisory*-activiteiten, zoals het inrichten van *Chinese walls* binnen de organisatie.³²

3.4 Koppelverkoop van aanvullende financiële producten

Een geldlener zal in het kader van een financiering vaak aanvullende financiële producten afnemen. Zo is het denkbaar dat een geldlener die een gesyndiceerde lening met een variabele rente aangaat (die bijvoorbeeld afhankelijk is van de EURIBOR-rente, die periodiek wordt vastgesteld) een *renteswap* afsluit met een swap-wederpartij, waaronder (1) de geldlener een vaste rente betaalt aan zijn swap-wederpartij en (2) de swap-wederpartij op haar beurt aan de geldlener een (onder de gesyndiceerde lening afgesproken) variabele rente betaalt. Hierdoor verplaatst de geldlener zijn renterisico naar een andere partij door een variabele rente om te wisselen voor een vaste rente.

Ook andere financiële producten, bijvoorbeeld *foreign exchange services* (geldwisseldiensten), *cash management services* en verzekeringen, kunnen door een geldlener van banken worden afgenomen in het kader van de financiering. Het Rapport gaat in op de bijverkoop van aanvullende financiële producten bij een gesyndiceerde lening en maakt daarbij een onderscheid tussen producten die in verband staan met de lening (de eerder genoemde *renteswap*) en producten die meestal enigszins losstaan van de lening (de *foreign exchange services*).³³

Dat het Rapport ingaat op de bijverkoop van aanvullende financiële producten, kan worden verklaard uit het gegeven dat het kartelverbod ondernemingen verbiedt om gezamenlijk te eisen dat een onderneming naast de hoofdovereenkomst andere verplichtingen aangaat bij dezelfde of (een) derde onderneming(en) die geen verband houden met de hoofdovereenkomst.³⁴ Het kartelverbod verbiedt daarnaast het onderling verdelen van cliënten, waarvan (in een *worst case*) sprake kan zijn als banken onderling afspreken dat een dienst bij een bepaalde bank moet worden afgenomen.

30 Rapport, p. 22 en 29-30.

31 Rapport, p. 31.

32 Rapport, p. 189-190.

33 Rapport, p. 48-53.

34 Zie art. 101 lid 1 sub e VWEU.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

3.5 Herfinanciering en herstructurering

Als laatste heeft het marktonderzoek een focus op herfinanciering en herstructurering. Een herfinanciering is het aangaan van een nieuwe financiering ter vervanging van een oude financiering en kan voor een geldlener aantrekkelijk zijn om gunstigere leenvoorwaarden overeen te komen. Bij een herstructurering verkeert een geldlener in financieel zwaar weer (en heeft deze mogelijk zijn *financial covenants* – financiële ratio's – geschonden) en ziet deze zich genoodzaakt om met zijn geldverstrekkers om de tafel te gaan zitten om een oplossing te zoeken voor een (toekomstig) betalingsprobleem.

Zowel met betrekking tot een herfinanciering als met betrekking tot een herstructurering signaleert het Rapport dat er een nieuw concurrentiemoment ontstaat tussen de banken, omdat er (mogelijk) een nieuwe financiering dient te worden verstrekt. Aldus ontstaat het mededingingsrisico dat de bij de oude financiering betrokken banken – die elkaar kennen – onderling overleggen over de commerciële voorwaarden van de nieuwe financiering. In geval van een herstructurering kan een geldlener volgens het Rapport bovendien afhankelijk worden van zijn huidige geldverstrekkers, nu geldverstrekkers waarschijnlijk niet in de rij zullen staan om een financiering te verstrekken aan een geldlener met financiële problemen. Deze machtigere positie van de banken ten opzichte van de geldlener zou de banken volgens het Rapport in staat kunnen stellen om de geldlener uit te buiten, bijvoorbeeld door het vragen van een excessieve rente.³⁵ Dit rechtvaardigt dat het Rapport ingaat op herfinanciering en herstructurering.

4 Mededingingsrechtelijk kader

Zo uitgebreid als de beschrijving van de markt is, zo summier gaat het Rapport in op het relevante mededingingsrechtelijke kader. Het Rapport schetst de hoofdlijnen van het Europese kartelverbod en het verbod op misbruik van een economische machtspositie.³⁶ Wij zullen hierna ingaan op de meest relevante aspecten van voornoemde verboden. In de beschrijving van het mededingingsrechtelijke kader hebben wij eigen accenten aangebracht, waardoor deze enigszins afwijkt van het Rapport.

4.1 Kartelverbod

Het Europese kartelverbod is neergelegd in art. 101 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) en verbiedt (voor zover relevant) alle overeenkomsten tussen ondernemingen en alle onderling afgestemde feitelijke gedragingen die de handel tussen lidstaten ongunstig kunnen beïnvloeden en ertoe strekken of ten gevolge hebben dat de mededinging binnen de interne markt wordt verhinderd, beperkt of vervalst.

³⁵ Rapport, p. 57-59.

³⁶ Het Nederlandse mededingingsrecht komt (afgezien van de territoriale werking) op hoofdlijnen overeen met het Europese mededingingsrecht.

Het kartelverbod verbiedt (bekende) mededingingsbeperkende gedragingen zoals het afspreken van minimumprijzen, het onderling verdelen van markten en/of cliënten en het maken van productieafspraken tussen ondernemingen. Evenwel is het kartelverbod open geformuleerd (het kartelverbod verbiedt iedere mededingingsbeperkende overeenkomst en/of gedraging) en zodoende bestaat er geen uitputtende lijst van verboden gedragingen/overeenkomsten.

De mededinging zou bijvoorbeeld ook beperkt kunnen worden als concurrenten besluiten om hun producten gezamenlijk aan afnemers aan te bieden, terwijl het vormen van een combinatie eigenlijk niet noodzakelijk is omdat de concurrenten de producten ook ieder afzonderlijk hadden kunnen aanbieden. Een dergelijke afspraak is inherent concurrentiebeperkend, aangezien er daardoor minder aanbieders op de markt actief zijn. Daarentegen zal een dergelijke samenwerking tussen concurrenten die de activiteit niet zelfstandig kunnen uitvoeren over het algemeen niet in strijd zijn met het kartelverbod.³⁷ Deze afspraak is in de regel zelfs pro-competitief, omdat de ondernemingen door deze afspraak de producten kunnen aanbieden. Het Rapport merkt terecht op dat deze situatie tevens opgaat voor gesyndiceerde leningen, daar de deelnemende banken het door de geldlener gevraagde leenbedrag niet individueel aan de geldlener kunnen verstrekken. Daarnaast verzoekt de geldlener de banken (naar aanleiding van de uitkomst van het competitieve biedproces) om een combinatie (de *lead banking group*) te vormen.³⁸ Ten aanzien van combinaties die zijn opgelegd door de opdrachtgever mag worden aangenomen dat die in de regel toelaatbaar zijn onder het kartelverbod.

Minder bekend is dat het kartelverbod ook de uitwisseling van concurrentiegevoelige informatie tussen (potentiële) concurrenten verbiedt.³⁹ In onze mededingingspraktijk merken wij dat ondernemingen vaak vragen hebben over deze mededingingsrechtelijke beperking. Het kartelverbod vereist namelijk in beginsel dat ondernemingen autonoom hun commerciële strategie bepalen. Volgens jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie is informatie concurrentiegevoelig als die informatie ondernemingen in staat stelt om concurrentierisico's welbewust te vervangen door feitelijke samenwerking.⁴⁰ Of informatie concurrentiegevoelig is, is afhankelijk van de structuur van de markt en de kenmerken van de informatie. Strategische informatie is in de regel concurrentiegevoelig. Strategische informatie is informatie ten aanzien van aspecten waarop ondernemingen

37 Mededeling van de Europese Commissie inzake de toepasselijkheid van art. 101 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie op horizontale samenwerkingsovereenkomsten (PbEU 2011, C 11/1) (Horizontale Richtsnoeren), randnr. 30. Zie ook randnr. 38(b) van de Beleidsregels van de Minister van Economische Zaken van 31 maart 2013, WJZ/12354959, met betrekking tot de toepassing door de Autoriteit Consument en Markt van art. 6 van de Mededingingswet ten aanzien van combinatieovereenkomsten (Beleidsregels Combinatieovereenkomsten 2013), zie Stcrt. 2013, 9223.

38 Rapport, p. 149.

39 Zie Horizontale Richtsnoeren, hoofdstuk 2.

40 HvJ EU 4 juni 2009, ECLI:EU:C:2009:343 (Mobile operators), r.o. 26.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

(direct) concurreren, zoals prijs, kortingen, capaciteit en namen van cliënten.⁴¹ In het competitieve biedproces waarin de geldlener de banken van de *lead banking group* selecteert, is bijvoorbeeld het gegeven of een bepaalde bank een offerte zal uitbrengen in het competitieve biedproces en welke rente en overige commerciële voorwaarden de bank zal offeren concurrentiegevoelig voor andere banken. Een biedende bank zal met de kennis dat een concurrent geen offerte zal uitbrengen het wellicht aandurven om zelf een hogere rente te vragen. Over het algemeen geldt overigens dat verouderde informatie of geaggregeerde marktdata (markttotalen) niet (meer) concurrentiegevoelig zijn.⁴² Het is verstandig om in het complianceprogramma een paragraaf te wijden aan het feit dat het kartelverbod de uitwisseling van concurrentiegevoelige informatie tussen (potentiële) concurrenten verbiedt, omdat de ervaring leert dat de uitwisselende personeelsleden zich soms van geen kwaad bewust zijn. Zo is het denkbaar dat concurrentiegevoelige informatie terloops wordt uitgewisseld in een branchevereniging die (potentiële) concurrenten verenigt, of ter sprake komt tijdens informele sociale gelegenheden tussen vakgenoten. In de kartelzaken ten aanzien van de LIBOR en de EURIBOR werd concurrentiegevoelige informatie bijvoorbeeld uitgewisseld via de chatfunctie van Bloomberg Terminal.⁴³

Een belangrijk aandachtspunt is dat niet alleen een uitwisseling van concurrentiegevoelige informatie met wederzijds goedvinden, maar tevens een ongevraagde toezending van concurrentiegevoelige informatie aan een (potentiële) concurrent verboden is. Ook de ontvangende onderneming kan het kartelverbod overtreden als deze zich niet op de juiste wijze distantieert van deze toezending. Als een ontvangende onderneming zich niet distantieert, wordt ervan uitgegaan dat de ontvangende onderneming de concurrentiegevoelige informatie (hoewel zij daar niet om heeft gevraagd) heeft aanvaard en haar marktgedrag heeft aangepast.⁴⁴ Wij adviseren ondernemingen daarom om ook een gepaste reactie op de (ongewenste) ontvangst van concurrentiegevoelige informatie in het complianceprogramma op te nemen.

Zoals gezegd, geldt ten aanzien van de koppelverkoop van aanvullende financiële producten dat het kartelverbod ondernemingen verbiedt om gezamenlijk van een andere onderneming te eisen dat deze naast de hoofdovereenkomst ook verplichtingen aangaat bij dezelfde of (een) derde onderneming(en) die naar hun aard of volgens het handelsgebruik geen verband houden met de hoofdovereenkomst.⁴⁵ Of producten als afzonderlijke producten moeten worden beschouwd, is afhankelijk van de vraag van klanten. Producten kwalificeren als afzonderlijke producten als een substantieel aantal klanten bij het kopen van het koppelende hoofdproduct het gekoppelde aanvullende product niet had gekocht. Het bewijs dat het

41 Horizontale Richtsnoeren, randnr. 77-86.

42 Horizontale Richtsnoeren, randnr. 89-90.

43 Bloomberg Terminal is een programma waarop financiële informatie *realtime* gevolgd kan worden. Zie noot 3 en 4.

44 Zie bijv. HvJ EU 21 januari 2016, ECLI:EU:C:2016:42 (Eturas), r.o. 51.

45 Art. 101 lid 1 onder e VWEU.

afzonderlijke producten betreft, kan bestaan uit het gegeven dat afnemers – wanneer zij de keuze krijgen – de koppelende en de gekoppelde producten bij verschillende leveranciers zouden betrekken, of dat er ondernemingen actief zijn op de markt die het gekoppelde product los produceren en/of verkopen.⁴⁶

4.2 *Verbod op misbruik van een economische machtspositie*

Art. 102 VWEU verbiedt (kort samengevat) een of meer ondernemingen met een machtspositie daarvan misbruik te maken.

Er is sprake van een machtspositie als de economische positie de onderneming(en) in staat stelt de daadwerkelijke mededinging op de relevante markt te verhinderen en de onderneming(en) zich daardoor in belangrijke mate onafhankelijk kan (kunnen) gedragen jegens concurrenten, afnemers en, uiteindelijk, gebruikers.⁴⁷ Uit de tekst van art. 102 VWEU volgt dat een machtspositie zowel kan worden ingenomen door één onderneming (een individuele machtspositie) als door twee of meer ondernemingen (een collectieve machtspositie).⁴⁸ Er is sprake van een collectieve machtspositie als ondernemingen op een specifieke markt door zodanige economische banden zijn verenigd, dat zij hierdoor gezamenlijk ten opzichte van de andere ondernemingen een machtspositie bezitten.⁴⁹ Het Rapport merkt op dat in geval van een herstructurering het waarschijnlijk is dat de banken door economische banden zijn verenigd. Verder stelt het Rapport dat de betrokken banken in geval van een herstructurering over een economische machtspositie kunnen beschikken, omdat de (in zwaar weer verkerende) geldlener wellicht weinig mogelijkheden heeft om alternatieve financiering aan te trekken.⁵⁰

Het uitsluitend bezitten of verwerven van een economische machtspositie is niet verboden, maar het misbruik daarvan maken wel. Net als bij het kartelverbod, bestaat er geen limitatieve lijst van gedragingen die verboden zijn onder art. 102 VWEU. Misbruik kan bijvoorbeeld bestaan uit discriminatie, uitsluiting en uitbuiting. In geval van een herstructurering ligt misbruik in de vorm van uitbuiting van de geldlener het meest voor de hand. Bij uitbuiting van de geldlener kan worden gedacht aan het vragen van excessieve rentes of het door middel van koppelverkoop gedwongen laten afnemen van aanvullende producten die niet objectief gerechtvaardigd kunnen worden.⁵¹

46 Mededeling van de Europese Commissie inzake verticale beperkingen (PbEU 2010, C 130/2), par. 215.

47 Mededeling van de Europese Commissie, Richtsnoeren betreffende de handhavingsprioriteiten van de Commissie bij de toepassing van art. 82 van het EG-Verdrag op onrechtmatig uitsluitingsgedrag door ondernemingen met een machtspositie (PbEU 2009, C 45/7) (Richtsnoeren Handhavingsprioriteiten, art. 102 VWEU), par. 10.

48 *Ibid.*, par. 4.

49 HvJ EU 10 maart 1992, ECLI:EU:T:1992:38 (Italian Flat Glass), r.o. 26.

50 Rapport, p. 150.

51 Een koppelverkoop is bijv. objectief gerechtvaardigd als de koppelverkoop op het punt van productie of distributie besparingen oplevert die afnemers ten goede zouden kunnen komen. Zie Richtsnoeren Handhavingsprioriteiten, art. 102 VWEU, par. 62.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

5 Mededingingsrechtelijke knelpunten met betrekking tot gesyndiceerde leningen

Het Rapport vervolgt met een toepassing van het juridische kader op de markt, waarin met name mededingingsrechtelijke risico's worden beschreven en wordt aangegeven welke compliancemaatregelen de sector heeft genomen om deze risico's te ondervangen. Het Rapport verbindt daar geen eigen conclusies aan noch worden in het Rapport concrete overtredingen van het mededingingsrecht vastgesteld. Het Rapport past het juridische kader chronologisch toe op het leenproces. Wij zullen dit ook doen, maar daarbij uitsluitend samenvattend ingaan op de aspecten die zijn uitgelicht in paragraaf 3 van dit artikel.

5.1 Vorming van de *lead banking group*

Met betrekking tot de vorming van de *lead banking group*, signaleert het Rapport dat er een risico bestaat dat er tijdens de *market sounding* – waarin een bank bij investeerders nagaat of hij zijn leningsdeel aan hen kan doorverkopen – concurrentiegevoelige informatie wordt uitgewisseld. Dit risico speelt minder in *club deals*, omdat de betrokken banken dan hun *commitment* niet doorverkopen aan investeerders en een *market sounding* aldus achterwege kan blijven.

De geheimhoudingsovereenkomst die wordt gesloten tussen de geldlener en de biedende banken verbiedt het in de regel om transactie-informatie te gebruiken in de *market sounding*. Het Rapport merkt ook op dat een algemene *market sounding* tot een uitwisseling van concurrentiegevoelige informatie kan leiden, omdat het antwoord van de investeerder of deze interesse heeft in de lening concurrentiegevoelig kan zijn. Dit mededingingsrisico is groter als in de *market sounding* door Bank A (per ongeluk) niet een investeerder wordt benaderd, maar een andere bank die door de geldlener is uitgenodigd om mee te doen aan de financiering (Bank B) met de vraag of Bank B interesse heeft in de lening. Het antwoord van Bank B dat deze geen interesse heeft in de onderhavige lening is concurrentiegevoelig en stelt Bank A mogelijk in staat om een voor Bank A gunstigere offerte in te dienen bij de geldlener, nu Bank A weet dat een concurrent niet meedoet in het biedproces.

Het Rapport noemt een aantal maatregelen die genomen kunnen worden om de kans dat concurrentiegevoelige informatie wordt uitgewisseld te verminderen:

- 1 Een scheiding tussen de *syndication desk* die de *market sounding* verricht en de biedende *pitch desk*.

Een scheiding tussen de *syndication desk* en de biedende *pitch desk* voorkomt dat concurrentiegevoelige informatie wordt uitgewisseld, mits de *syndication desk* op geaggregeerde wijze rapporteert aan de *pitch desk* en deze rapportage geen namen van de benaderde investeerders bevat. Het Rapport merkt op dat een complete scheiding van deze functies voor kleinere banken wellicht onhaalbaar is en dat in dat geval gedacht kan worden aan een strenge protocollering van personeelsleden, die een uitwisseling van concurrentiegevoelige

informatie op gelijke wijze met betrekking tot specifieke transacties voorkomt.

- 2 Compliancetraining voor banken en personeelsleden over de uitwisseling van informatie.

De gedachte hierachter is dat het mededingingsrechtelijke belang van de scheiding tussen de *syndication desk* en de *pitch desks* helder op het netvlies moet staan.

- 3 Een goede inrichting van het competitieve biedproces door de geldlener.
De geldlener kan bijvoorbeeld de banken uit elkaar houden tot er commerciële overeenstemming is bereikt, de identiteit van de andere biedende banken geheimhouden en geheimhoudingsovereenkomsten sluiten met de biedende banken.
- 4 Het zetten van juiste parameters voor de uitwisseling van informatie door de geldlener.
Zo kan de geldlener bijvoorbeeld aangeven welke informatie gebruikt mag worden in de *market sounding* en welke investeerders door de bank benaderd mogen worden.
- 5 Het inzetten van interne kennis van de geldlener in het biedproces.
Een geldlener kan zijn kennis en ervaring inzetten om collusie tussen banken te voorkomen. Als de geldlener een leenstructuur en prijs voorstelt, kan hij daardoor een reactie die tussen de banken onderling is afgestemd op het spoor komen.

Een aanbeveling die wij missen in het rijtje, is de maatregel dat een biedende bank zelf inschat welke banken kwalificeren als (potentiële) concurrenten ten aanzien van de financiering, en dat deze banken vervolgens niet als investeerders worden benaderd tijdens de *market sounding*.

Begrijpelijkwijs staan in dit overzicht uitsluitend preventieve maatregelen die genomen kunnen worden. Wij wijzen er bovendien op dat een bank er daarnaast belang bij heeft om een uitwisseling van concurrentiegevoelige informatie zo spoedig mogelijk op het spoor te komen, zodat bijvoorbeeld gepast gereageerd kan worden op de (ongewenste) ontvangst van concurrentiegevoelige informatie (zie par. 4.1), als het kwaad eenmaal is geschied.⁵² In dat kader kan bijvoorbeeld worden gedacht aan regelmatige algemene gesprekken tussen de *compliance officer* en medewerkers van de *syndication desk* en de *pitch desk* over informatie die zij opvragen en ontvangen en het bespreken van concrete informatie-uitwisselingen.

52 Daarnaast hebben mededingingsautoriteiten als de Commissie en de ACM vaak een clementiebeleid waaronder ondernemingen een kwijtschelding of boetereductie kunnen ontvangen van de kartelboete. Alleen de onderneming die het kartel als eerste heeft aangegeven bij de bevoegde mededingingsautoriteit, komt in aanmerking voor een volledige kwijtschelding van de kartelboete. Met betrekking tot de boetereductie geldt (kort samengevat) dat de onderneming die het snelste meewerkt ook de hoogste boetereductie ontvangt.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

5.2 *Market flex-bepaling*

Als de markt kennelijk geen trek heeft in de lening, kan er een beroep worden gedaan op de *market flex*-bepaling om de lening aantrekkelijker te maken voor investeerders. In de *term sheet* worden al afspraken gemaakt over de voorwaarden en de uitoefening van de *market flex*-bepaling.

Het Rapport merkt op dat er mededingingsrisico's kunnen ontstaan als banken buiten de voorwaarden van de *market flex*-bepaling onderling afstemmen of en hoe de *market flex* dient te worden ingezet en deze uitoefening niet in overeenstemming is met het marktsentiment. Het kartelverbod wordt bijvoorbeeld overtreden als banken de rente van een lening opschroeven, terwijl dit niet nodig is om de financiering op te halen in de markt. Het Rapport noemt de volgende maatregelen om mededingingsrisico's te ondervangen:

- 1 Er worden gedetailleerde afspraken gemaakt over de uitoefening van de *market flex*-bepaling, banken voeren (behalve voor zover de *market flex*-bepaling dit toelaat) verder geen onderling overleg over de uitoefening van de *market flex*-bepaling.
- 2 Er worden afspraken ingebouwd waardoor een uitoefening van de *market flex* door de banken minder aantrekkelijk wordt (zoals het inleveren van *fees*).⁵³

De simpelste wijze waarop een onderneming kan voorkomen dat er een ongerechtvaardigd beroep op de *market flex* wordt gedaan, is als de onderneming inzage krijgt in de marktreacties. Het Rapport merkt in dit opzicht op dat een geldlener meestal om de paar dagen een *update* krijgt over de doorverkoop van de lening. Slechts in een beperkt aantal gevallen krijgt de geldlener geen inzage hierin.⁵⁴

Overigens doen banken liever niet een beroep op de *market flex*-bepaling omdat een uitoefening daarvan tegelijkertijd afbreuk doet aan de reputatie van een bank. Een beroep op de *market flex*-bepaling doet vermoeden dat een bank de markt verkeerd heeft ingeschat. Het Rapport constateert dit ook en merkt daarbij op dat uit empirisch onderzoek volgt dat er steeds strengere voorwaarden worden gesteld aan de uitoefening van de *market flex*-bepaling. Bovendien is een beroep op de *market flex*-bepaling nadelig voor banken omdat zij *fees* moeten inleveren als zij daar een beroep op doen. Gelet op voornoemde factoren en het gegeven dat een geldlener over het algemeen inzage krijgt in de marktreacties, concludeert het Rapport dat er slechts een klein risico bestaat dat de *market flex* ten onrechte door de banken zal worden aangewend om de rente te verhogen zonder dat daartoe een noodzaak bestaat.⁵⁵

5.3 *Koppelverkoop van aanvullende financiële producten*

Opvallend aan de mededingingsrechtelijke analyse van de koppelverkoop van aanvullende financiële producten is dat deze paragraaf herhaalt dat de Commissie het

53 Rapport, p. 180-181.

54 Rapport, p. 182.

55 Rapport, p. 46-47 en 180-183.

niet noodzakelijkerwijs eens hoeft te zijn met de constatering van het Rapport. Aangezien het Rapport al een dergelijke disclaimer aan het begin bevat, kan hieruit wellicht worden afgeleid dat dit onderwerp de specifieke aandacht van de Commissie heeft en zij zich daarom (nog) niet wil binden aan het Rapport.⁵⁶

Het Rapport geeft aan dat de banken van de geldlener mogen eisen dat laatstgenoemde bepaalde financiële producten afneemt bij een lid van het syndicaat als dit financiële product verband houdt met de lening en daarvoor noodzakelijk is. In dat opzicht citeert het Rapport het hiervoor aangehaalde Spaanse mededingingsonderzoek, waarin de Spaanse mededingingsautoriteit recentelijk vier banken heeft beboet voor de onderlinge prijsvaststelling van rentederivaten die relateren aan gesyndiceerde leningen. In dit onderzoek heeft de Spaanse mededingingsautoriteit alleen de onderlinge prijsvaststelling van de rentederivaten onderzocht en heeft zij geen uitspraak gedaan over de vraag of de banken wel van de geldlener mochten eisen dat deze naast de lening ook een rentederivaat zou afnemen. Wel merkt de Spaanse mededingingsautoriteit in dit kader op dat de banken niet hadden aangetoond dat het afsluiten van een rentederivaat essentieel was voor de lening.⁵⁷

Hoewel het Rapport aldus stelt dat banken in het kader van een lening van de geldlener mogen eisen dat deze bepaalde aanverwante producten afneemt bij een lid van het syndicaat, maakt het Rapport ook duidelijk dat banken elkaar niet tijdens het competitieve biedproces mogen benaderen om af te spreken dat zij in de offerte ieder de afname van een bepaalde financiële dienst als voorwaarde zullen stellen aan de lening.⁵⁸

Overigens merkt het Rapport ook op dat een dergelijke door de banken opgelegde koppelverkoop maar zelden voorkomt. In de meerderheid van de gevallen vindt er ten aanzien van aanvullende financiële producten (ofwel voor, ofwel na het tekenen van de *term sheet*) een competitief biedproces plaats.⁵⁹ Ook dit mededingingsrisico is dus (net als een onterechte uitoefening van de *market flex*) niet materieel.

5.4 Herfinanciering en herstructurering

Met betrekking tot herfinanciering en herstructurering signaleert het Rapport een mededingingsrisico als banken onderling overleggen over een nieuwe financiering die door de geldlener mogelijk wordt aangegaan. Door de nieuwe financiering ontstaat er immers een nieuw concurrentiemoment waarin de banken (opnieuw) met elkaar concurreren.⁶⁰

Het Rapport herhaalt vervolgens de specifieke situatie dat de betrokken banken in geval van een herstructurering over een economische machtspositie kunnen

56 Rapport, p. 183.

57 Zie noot 11. Rapport, p. 186.

58 Rapport, p. 184.

59 Rapport, p. 186.

60 Rapport, p. 193.

beschikken, omdat de (in zwaar weer verkerende) geldlener wellicht weinig mogelijkheden heeft om alternatieve financiering aan te trekken. Ons inziens zullen banken in LBO-financieringen in ieder geval minder snel over een economische machtspositie beschikken tegenover de geldlener omdat uit het Rapport tevens volgt dat in dit segment – in vergelijking met (specialistische) project-financieringen – veel banken actief zijn.⁶¹ Deze banken kunnen wellicht een alternatief vormen voor de huidige syndicaatsleden. Het Rapport merkt bovendien op dat in 86 procent van de herstructureringen daadwerkelijk onderhandelingen tussen de geldlener en andere banken (dan de syndicaatsleden) plaatsvonden.⁶² Daarnaast zou (in plaats van een gesyndiceerde lening) kunnen worden gedacht aan een obligatie-uitgifte als alternatieve financieringswijze voor een geldlener.

Gelet op het voorgaande is het voor ons nog geen gegeven dat banken in een herstructurering per definitie over een economische machtspositie beschikken. Of daarvan sprake is, zal afhankelijk zijn van de concrete omstandigheden van het geval en hoe ruim de financieringsmarkt wordt afgebakend (bijvoorbeeld welke financieringsalternatieven de geldlener heeft naast het huidige syndicaat). De auteurs van het Rapport impliceren dat een geldlener in een geval van herstructurering amper alternatieven heeft, maar deze constatering wordt niet (uitgebreid) met argumenten en/of feiten gestaafd. In dat opzicht merken wij op dat in een publiekrechtelijke handavingsprocedure de bewijslast juist op de Commissie (of de ACM) rust om aan te tonen dat er sprake is van een economische machtspositie op de relevante markt. Een dergelijke conclusie vergt een gedegen (economische) analyse.

Zoals gezegd, het uitsluitend bezitten of verwerven van een economische machtspositie is niet verboden, maar het misbruik daarvan maken wel. In dat opzicht is vermeldenswaardig dat de onderzoekers in het Rapport bovendien aangeven dat zij geen bewijs hebben gevonden dat een (eventuele) machtspositie wordt misbruikt, bijvoorbeeld in de vorm van uitbuiting van de geldlener. Het Rapport erkent zelfs expliciet dat het redelijk is dat banken in een herstructurering om een hogere rente vragen, omdat het kredietrisico eveneens in negatief opzicht is gewijzigd. Wel constateert het Rapport dat bij herstructurering in 20 procent van de gevallen aanvullende financiële producten bij de huidige syndicaatsleningen zijn afgenomen. Hoewel er goede verklaringen kunnen zijn dat deze producten bij de huidige syndicaatsleden worden afgenomen (bijvoorbeeld omdat er tijdsdruk op de onderhandelingen staat, waardoor er geen tijd is om nieuwe banken te benaderen), is het volgens het Rapport mogelijk dat deze aanvullende financiële producten onder niet-competitieve voorwaarden door de geldlener zijn aangegaan.⁶³

61 Rapport, p. 140.

62 Rapport, p. 195.

63 Rapport, p. 194-195.

6 Het Europese marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

Het Rapport benadrukt eens te meer dat er inherente mededingingsrisico's bestaan wanneer banken samenwerken om een gesyndiceerde lening te verstrekken aan een geldlener. Het Rapport stelt echter geen concrete overtredingen van het mededingingsrecht vast. Met het Rapport heeft de Commissie echter wel een gedetailleerde beschrijving van de markt vanuit mededingingsrechtelijk perspectief in handen, waardoor deze mededingingsrisico's nu duidelijk op haar radar staan. Het is afwachten of de Commissie verdere stappen (bijvoorbeeld in de vorm van een sectoronderzoek en/of concrete handhaving) zal ondernemen.

Uit het Rapport volgt met name dat een bank – zoals iedere onderneming – baat heeft bij een steekhoudende mededingingsrechtelijke paragraaf in het complianceprogramma. Deze les kon overigens ook al worden getrokken uit de hiervoor genoemde notitie van de Loan Markets Association over mededingingsaspecten van gesyndiceerde leningen,⁶⁴ de LIBOR-⁶⁵ en de EURIBOR-affaire⁶⁶ en de waarschuwingsbrieven (*on notice letters*) van de Britse CMA, waarin zij de door haar aangezochte banken bovendien verzocht compliancemaatregelen te treffen.⁶⁷ De (professionele) banken hadden (al dan niet naar aanleiding van het voorgaande) naar mag worden aangenomen al de nodige compliancemaatregelen getroffen. Het Rapport onderstreept dit in zekere zin omdat het de huidige compliancemaatregelen van de sector gedetailleerd beschrijft.

Evenwel blijft het van belang dat banken oplettend blijven en hun complianceprogramma (zo nodig) aanscherpen, omdat een overtreding van het mededingingsrecht grote gevolgen kan hebben voor een onderneming en het aanzien van de financiële sector. De maximale boete die kan worden opgelegd voor een overtreding van het Europese kartelverbod en het Europese verbod op misbruik van een economische machtspositie bedraagt 10 procent van de groepsomzet van de onderneming in het voorafgaande boekjaar.⁶⁸ Onder het Nederlandse mededingingsrecht kan de ACM hogere boetemaxima hanteren (tot 40 procent van de groepsomzet), kan het boetemaximum worden verdubbeld bij recidive, en bestaat bovendien de mogelijkheid om feitelijk leidinggevenden persoonlijk te beboeten tot een bedrag van € 900.000.⁶⁹

Het Rapport merkt anderzijds terecht op dat ook een geldlener diverse maatregelen kan nemen om de concurrentie tijdens het competitieve biedproces tussen de banken aan te wakkeren en/of een suboptimale uitkomst te voorkomen. Het is in

64 Zie noot 2.

65 Zie noot 3.

66 Zie noot 4.

67 Zie noot 12.

68 Verordening 1/2003 betreffende de uitvoering van de mededingingsregels van art. 81 en 82 van het Verdrag (PbEU 2003, L 1/1), art. 23 lid 2.

69 Art. 56 en 57 Mw voor de bestuurlijke boete voor de onderneming. Zie art. 5:1 lid 3 Awb jo. art. 51 lid 2 en 3 Sr en art. 12n Instellingswet ACM voor de persoonlijke boete.

Het Europese mededingingsrechtelijke marktonderzoek gesyndiceerde leningen: oude wijn in nieuwe zakken?

het voordeel van de geldlener om goed na te denken over de inrichting van het biedproces (bijvoorbeeld informatiestromen die hij daarin toestaat) en om na te gaan of deze voldoende interne kennis heeft om het voortouw te nemen in het leenproces, en als dat niet het geval is, externe deskundigheid in de vorm van een *debt advisor* in te schakelen. Het Rapport benadrukt namelijk in zijn algemeenheid dat geldleners voldoende capabel en ervaren zijn om het leenproces (waaronder het competitieve biedproces) in goede banen te leiden. De bal ligt zodoende niet alleen bij de banken, maar (in zekere zin) ook bij de geldlener.