



**CONSIGLIO  
DELL'UNIONE EUROPEA**

**Bruxelles, 25 settembre 2013  
(OR. en)**

---

**Fascicolo interistituzionale:  
2013/0314 (COD)**

---

**13985/13  
ADD 2**

**EF 181  
ECOFIN 822  
CODEC 2103**

**NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	20 settembre 2013
Destinatario:	Uwe CORSEPIUS, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	SWD(2013) 337
Oggetto:	DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO che accompagna il documento Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli indici usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento [SWD\(2013\) 337](#).

---

All.: [SWD\(2013\) 337](#)



Bruxelles, 18.9.2013  
SWD(2013) 337

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli indici  
usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari**

{COM(2013) 641 final}  
{SWD(2013) 336 final}

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli indici  
usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari**

## 1. INTRODUZIONE

Un indice è una misura statistica, solitamente di prezzo o di quantità, calcolata a partire da un insieme rappresentativo di dati sottostanti: quando l'indice è utilizzato come prezzo di riferimento per uno strumento finanziario o altro contratto finanziario diventa un valore di riferimento. Attualmente viene prodotta un'ampia varietà di valori di riferimento. Tali valori di riferimento differiscono non solo per i dati sottostanti utilizzati, ma anche per i metodi utilizzati per la raccolta dei dati, il calcolo dell'indice e il loro uso finale.

Il settore dei valori di riferimento produce 2 miliardi di euro di ricavi per gli amministratori di valori di riferimento finanziari e di merci di tutto il mondo. Le stime indicano che l'entità dei mercati interessati potrebbe superare 1 000 000 miliardi di euro. La recente presunta manipolazione dei tassi di riferimento, LIBOR ed EURIBOR, ha posto in evidenza l'importanza dei valori di riferimento nonché la loro vulnerabilità. L'integrità dei valori di riferimento è cruciale ai fini della determinazione del prezzo di molti strumenti finanziari, quali gli swap su tassi d'interesse e i forward rate agreement, e di contratti commerciali e non commerciali, quali contratti di fornitura, prestiti e crediti ipotecari. Inoltre svolgono un ruolo importante ai fini della gestione del rischio.

L'integrità dei valori di riferimento ha costituito il fulcro di "The Wheatley Review of LIBOR" e della successiva regolamentazione del LIBOR nel Regno Unito, nonché della regolamentazione del CIBOR in Danimarca. L'ABE e l'AESFEM hanno pubblicato il 6 giugno 2013 i Principles for Benchmarks-Setting Processes in Europe che forniscono orientamenti ai partecipanti nella fase di vuoto precedente l'entrata in vigore di qualsiasi iniziativa della Commissione. L'ABE ha anche svolto un riesame dell'Euribor e ha pubblicato raccomandazioni per l'EBF-Euribor nel gennaio 2013. Inoltre la Commissione europea sta avviando un'indagine su un possibile cartello in relazione all'EURIBOR ed un potenziale caso di collusione dei fornitori di dati per la valutazione del prezzo del petrolio e dei biocarburanti da parte di alcune agenzie di segnalazione dei prezzi di merci.

L'FSB sta coordinando l'approccio internazionale in materia di riforma dei valori di riferimento. Su sua richiesta la IOSCO ha pubblicato i Principles for Financial Benchmarks nel luglio 2013. In precedenza la IOSCO aveva pubblicato i Principles on the oversight of oil price reporting agencies nell'ottobre 2012. Ulteriori lavori sono in corso in sede di FSB, G20 e BRI.

## 2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

### 2.1 Rischio di manipolazione dei valori di riferimento

I valori di riferimento influiscono in maniera diretta sul valore degli strumenti finanziari e di altri contratti che vi fanno riferimento. Pertanto, la manipolazione di un valore di riferimento determina un trasferimento diretto di denaro da una parte contraente all'altra. Il rischio di manipolazione osservato in molti valori di riferimento è determinato in primo luogo dalla **discrezionalità** di cui godono i notificatori per la selezione dei dati da inviare all'agente di calcolo o per la valutazione dei dati trasmessi, nonché dalla discrezionalità esercitata dagli amministratori nel calcolo del valore di riferimento.

Alcuni valori di riferimento si basano esclusivamente sulle valutazioni effettuate dai rispettivi fornitori di dati, con scarse possibilità di verifica a posteriori rispetto ai dati reali. Il fornitore può non essere in grado di verificare se i dati trasmessi sono rappresentativi ed esercita discrezionalità nella valutazione o nel calcolo del valore di riferimento sulla base di tali dati.

Inoltre, i fornitori di dati possono scegliere di trasmettere esclusivamente un sottoinsieme dei loro dati, a discapito dell'accuratezza del valore di riferimento. I fornitori di dati possono inoltre essere riluttanti a fornire dati completi o accurati agli amministratori dei valori di riferimento qualora **ciò configga con altri interessi**, quali la divulgazione di dati o informazioni commerciali sensibili o riservati che costituiscano un segnale per altri operatori di mercato. I conflitti d'interesse sussistono in particolare laddove i fornitori di dati o gli amministratori di valori di riferimento sono anch'essi utenti dei valori di riferimento. I fornitori di dati possono inviare stime non veritiere oppure dati falsi o parziali che non necessariamente rispecchiano le condizioni di mercato reali, laddove possano trarre profitto modificando il valore di riferimento.

Se l'indice viene pubblicato, il suo uso può diffondersi a tal punto da diventare critico o quanto meno un suo eventuale errore avrà un impatto significativo su mercati e investitori. Infine, gran parte delle autorità non ha poteri di vigilanza e applicazione delle norme sugli operatori e i processi di definizione, cosa che impedisce l'efficace vigilanza sui valori di riferimento e l'applicazione della conformità con le norme minime che ne regolamentano la fornitura.

## **2.2. Uso di valori di riferimento non solidi, non affidabili o non adeguati allo scopo**

Se un valore di riferimento non è solido ed è soggetto al rischio di manipolazione, il suo uso può arrecare danni agli investitori o ad altri utenti. Gli utenti più sofisticati, quali le banche e altri partecipanti al mercato all'ingrosso, possono avere una buona comprensione dei rischi associati alla mancanza di solidità dei valori di riferimento e possono riuscire ad assorbirli o ad adottare le opportune misure di attenuazione. Tuttavia, i consumatori al dettaglio potrebbero non essere del tutto al corrente della natura del valore di riferimento a cui il contratto finanziario che hanno stipulato è collegato e potrebbero non aver scelto sul valore di riferimento utilizzato.

Il problema dell'uso di valori di riferimento che non sono solidi, affidabili o adeguati allo scopo è determinato essenzialmente dalla mancanza di trasparenza sullo scopo del valore di riferimento e dalla mancanza di adeguatezza dei valori di riferimento per lo scopo cui sono destinati, in particolare per i contratti finanziari al dettaglio.

I valori di riferimento misurano un particolare mercato o una realtà economica. Tuttavia, in molti casi, vi è una **mancanza di trasparenza** su ciò che il valore intende esattamente misurare, sulle circostanze in cui costituisce un parametro affidabile e su altri rischi associati al suo uso. Se tale trasparenza manca, gli utenti possono non essere in grado di decidere adeguatamente quale valore di riferimento usare. Quando ciò si verifica, le decisioni economiche si baseranno su valori distorti, determinando una allocazione delle attività non ottimale e potenziali perdite per investitori e consumatori.

Sovente i valori di riferimento sono utilizzati nei contratti dei consumatori senza una valutazione sufficiente o appropriata della loro adeguatezza a tal fine. Persino i valori di

riferimento che misurano adeguatamente la realtà economica che sono intesi a rappresentare possono avere un impatto nocivo se utilizzati per altri fini. Questo problema è dovuto ad una mancanza di comprensione da parte di coloro che stipulano contratti loro associati, in particolare se si tratta di investitori al dettaglio o consumatori. Spesso i mercati utilizzano i valori di riferimento non in base alla loro idoneità, ma semplicemente perché l'**effetto rete** fa di un dato valore di riferimento l'unità di misura prestabilita. Analogamente, un potere contrattuale impari o l'uso di condizioni generali standard implicano che a una delle controparti possa essere imposta la scelta di un valore di riferimento non adeguato. Vi possono essere significativi conflitti di interessi in caso di indici strategici/proprietary che sono utilizzati o prodotti da gestori di fondi che hanno un interesse diretto nella performance di tali fondi.

### **3. SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ**

Sebbene alcuni valori di riferimento siano nazionali, il settore dei valori di riferimento nella sua totalità è internazionale, in termini sia di produzione che di uso. Per i valori di riferimento ampiamente utilizzati o prodotti in diversi Stati membri l'azione nazionale può determinare la frammentazione del mercato interno e agevolare l'arbitraggio regolamentare, dato che la loro produzione può essere facilmente spostata in altri Stati membri. Viceversa, un'iniziativa dell'Unione europea contribuirebbe a migliorare il mercato unico creando un quadro comune per l'uso di valori di riferimento affidabili e adeguati nei diversi Stati membri. L'iniziativa dell'UE è quindi conforme al principio di sussidiarietà.

Il principio di proporzionalità prevede che qualsiasi intervento sia mirato e si limiti a quanto è necessario per conseguire gli obiettivi. Nell'individuazione di opzioni strategiche alternative, così come in tutta l'analisi e il confronto delle opzioni e del loro ambito di applicazione, il principio di proporzionalità ha guidato l'intero processo. Il processo si è articolato in due fasi: in primo luogo, concentrandosi solo su quei valori di riferimento che possono avere un impatto economico diretto e certo in caso di loro manipolazione e, in secondo luogo, individuando misure che, per loro natura, non comportano problemi di proporzionalità o, laddove tali misure potrebbero imporre un onere eccessivo, consentendone una calibrazione proporzionata.

### **4. AMBITO DI APPLICAZIONE**

L'ambito di applicazione della proposta è stato determinato in riferimento ai problemi descritti precedentemente per assicurarne la risoluzione in maniera efficace, efficiente e proporzionata. Esso è determinato con un approccio in due fasi: prima individuando i valori di riferimento ("valori di riferimento interessati") che vi rientrano e, in secondo luogo, quali attività in relazione a detti valori di riferimento interessati dovrebbero rientrarvi.

In primo luogo sono disciplinati tutti gli indici pubblicati usati come riferimento per il prezzo di uno strumento o di un contratto finanziario o che misurano la performance di un fondo di investimento, poiché sono valori di riferimento la cui manipolazione determinerebbe perdite finanziarie nonché i più soggetti ai problemi descritti.

Secondo, tutti gli amministratori di valori di riferimento ubicati nell'Unione rientrano nell'ambito di applicazione, poiché sono soggetti a tutti i suddetti problemi. Le banche centrali esulano dall'ambito di applicazione in quanto già garantiscono un livello elevato di integrità e sono soggette al controllo delle autorità pubbliche. I fornitori di dati ubicati nell'Unione sono anch'essi soggetti a tali problemi, ma in base all'analisi risulta proporzionato solo farvi rientrare i fornitori di dati già soggetti alla regolamentazione finanziaria dell'UE. La ragione principale è che l'onere degli adempimenti comporterebbe che i fornitori di dati attualmente non regolamentati potrebbero potenzialmente cessare di contribuire e in ogni caso non potrebbero essere efficacemente controllati dalle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari.

## 5. OBIETTIVI

La tabella seguente fornisce una sintesi degli obiettivi generali, specifici e operativi della presente iniziativa alla luce dell'analisi dei rischi e dei problemi di cui sopra:

Obiettivi generali	Obiettivi specifici	Obiettivi operativi	Obiettivi misurabili
1) Ripristinare la fiducia nei mercati finanziari 2) Migliorare l'integrità e l'equità dei mercati; assicurare che i mercati finanziari siano al servizio dell'economia reale 3) Assicurare la protezione dei consumatori e degli investitori	Assicurare l'integrità dei valori di riferimento: 1) Ridurre il rischio di manipolazione 2) Assicurare il corretto uso di valori di riferimento solidi e affidabili	1) Limitare gli incentivi e le opportunità di manipolazione 2) Ridurre al minimo la discrezionalità – assicurare che i valori di riferimento siano basati su dati sufficienti e rappresentativi 3) Assicurare una solida governance e controlli robusti per far fronte al rischio 4) Migliorare la trasparenza e l'uso di valori di riferimento adeguati 5) Assicurare una efficace sorveglianza	1) Ridurre il numero dei valori di riferimento vulnerabili a manipolazioni 2) Aumentare il numero dei valori di riferimento basati su dati sufficienti e rappresentativi 3) Ridurre il numero di casi di governance e controlli inappropriati 4) Aumentare il numero di dichiarazioni sulla finalità dei valori di riferimento e sulle valutazioni di adeguatezza per l'uso al dettaglio 5) Ridurre il numero di casi di manipolazione dei valori di riferimento

## 6. OPZIONI STRATEGICHE E ANALISI DEGLI IMPATTI

Le diverse opzioni strategiche sono state verificate in base ai criteri della loro efficacia ed efficienza in relazione al raggiungimento dei sei obiettivi operativi.

### 6.1. Limitare gli incentivi e le opportunità di manipolazione:

Opzioni strategiche
1 Nessuna azione
2 Gestione e divulgazione dei conflitti di interesse
3 Separazione strutturale

**L'opzione 2 è l'opzione prescelta:** la separazione strutturale è efficace nel limitare le opportunità di manipolazione ma sarebbe sproporzionata in molti casi poiché potrebbe scoraggiare la fornitura di valori di riferimento e determinare la sospensione di alcuni di essi. La gestione e divulgazione dei conflitti d'interesse crea gli incentivi per coloro che eseguono i calcoli o inviano le informazioni per i valori di riferimento ad agire correttamente, incoraggiando quindi l'invio di dati accurati e l'onestà nel processo di convalida.

**6.2. Ridurre al minimo la discrezionalità; assicurare che i valori di riferimento siano basati su dati sufficienti e rappresentativi:**

Opzioni strategiche
1 Nessuna azione
2 Richiedere l'uso di dati sulle operazioni se disponibili e affidabili, altrimenti di una discrezionalità motivata e verificabile
3 Uso obbligatorio di dati sulle operazioni solo se necessario
4 Rendere obbligatoria la fornitura di dati per valori di riferimento critici

**Le opzioni 2 e 4 sono le opzioni prescelte:** una norma che prescrive di conferire la precedenza ai dati sulle operazioni rappresentativi e che l'uso di altri dati debba essere verificabile costituisce uno strumento per assicurare che percentuali e contributi ai valori di riferimento siano basati su dati sufficienti e rappresentativi e che la discrezionalità sia giustificata, motivata e debitamente esercitata. In questo modo, viene migliorata l'affidabilità dei valori di riferimento e la trasparenza del processo. Il potere di rendere obbligatoria la fornitura di dati per i valori di riferimento critici assicura la continuità dei valori di riferimento di importanza critica quando vi è il rischio che le fonti sospendano il loro contributo. Inoltre, assicura che siano basati su un numero sufficiente di campioni di dati di mercato, in particolare durante periodi di tensione sui mercati, quando i fornitori di dati possono essere riluttanti a inviare dati o stime per il calcolo dei valori di riferimento.

**6.3. Assicurare una solida governance e controlli per far fronte ai rischi:**

Opzioni strategiche
1 Nessuna azione
2 Emissione di orientamenti "adempiere o spiegare" da parte delle autorità di vigilanza
3 Rendere obbligatori sistemi di gestione adeguati e controlli efficaci

**L'opzione 3 è l'opzione di elezione:** dati i conflitti d'interesse intrinseci nell'attività di fornitura dei dati e nell'attività di calcolo del valore di riferimento, i principi "adempiere o spiegare" probabilmente non produrrebbero i risultati desiderati. Rendere obbligatori sistemi di gestione adeguati e controlli efficaci fornisce uno strumento per l'applicazione di una solida governance nonché dei controlli necessari a far fronte alle lacune individuate nella fornitura dei valori di riferimento e nelle attività di fornitura dei dati.

**6.4. Migliorare la trasparenza e assicurare l'uso di valori di riferimento solidi e affidabili:**

Opzioni strategiche
---------------------



<b>1 Nessuna azione</b>
<b>2 Richiedere trasparenza su metodologia, dati sottostanti, processo e scopo, pur consentendo una trasparenza dei dati sottostanti parziale o un rinvio, se giustificato</b>
<b>3 Valutazione dell'idoneità dell'uso dei valori di riferimento per i contratti al dettaglio</b>
<b>4 Notifica obbligatoria dell'uso dei valori di riferimento</b>

**Le opzioni 2 e 3 sono le opzioni prescelte:** la trasparenza sui dati e sulla metodologia consentirebbe sia alle autorità di regolamentazione sia al pubblico di valutare se il valore di riferimento è accurato e affidabile. Avendo accesso sia ai dati sia alla metodologia, investitori e autorità di regolamentazione sarebbero in grado di replicare o effettuare prove a posteriori sul valore di riferimento per valutarne l'accuratezza. La massima trasparenza su ciò che il valore di riferimento misura, sulle modalità con cui andrebbe usato e sulle sue lacune consentirebbe alle autorità di regolamentazione e al pubblico di essere pienamente informati sulla realtà economica che il valore di riferimento intende misurare e sulle possibili lacune riscontrabili in tale processo. La pubblicazione parziale o il suo rinvio sarebbero consentiti qualora la pubblicazione completa e contemporanea determinasse conseguenze negative gravi per i fornitori di dati o avesse ripercussioni negative sull'affidabilità o integrità del valore di riferimento. Il rinvio della pubblicazione sarebbe consentito esclusivamente laddove tali conseguenze venissero notevolmente ridotte. Qualora un'impresa regolamentata, quale una banca, intenda stipulare con un consumatore un contratto finanziario in cui i pagamenti sono collegati a un valore di riferimento, dovrebbe valutarne l'idoneità per tale uso e avvertire il consumatore se non è adeguato.

#### **6.5. Assicurare un'efficace vigilanza sui valori di riferimento:**

<b>Opzioni strategiche</b>
<b>1 Nessuna azione</b>
<b>2 Fornitura privata dei valori di riferimento, sorveglianza privata indipendente</b>
<b>3 Fornitura privata dei valori di riferimento, vigilanza e applicazione delle norme pubbliche</b>
<b>4 Fornitura pubblica di valori di riferimento critici</b>

**L'opzione 3 è l'opzione prescelta:** la fornitura pubblica di valori di riferimento potrebbe ostacolare l'innovazione ed essere soggetta a conflitti di interesse. Anche la sorveglianza privata può essere soggetta a conflitti di interesse. Regolamentare la fornitura di valori di riferimento assicura la massima vigilanza possibile sugli amministratori di valori di riferimento. Ciò costituirebbe per le autorità uno strumento per garantire l'applicazione delle norme e la responsabilità degli amministratori dei valori di riferimento e dei fornitori di dati. Assicurerrebbe inoltre l'indipendenza dell'autorità di vigilanza trattandosi di un'autorità pubblica, e consentirebbe la scelta di mercato, l'innovazione e la competitività poiché la fornitura dei valori di riferimento resterebbe in mano ai privati.

La vigilanza sugli amministratori dei valori di riferimento verrebbe effettuata dalle autorità nazionali di vigilanza finanziaria con il coordinamento dell'AESFEM. Per i valori di riferimento critici, sarebbe obbligatoria la vigilanza da parte di un collegio di autorità di vigilanza nazionali. L'ASFEM parteciperebbe ai collegi di autorità di vigilanza per i valori di riferimento critici ed eserciterebbe una mediazione vincolante se necessario. La vigilanza sui fornitori di dati sarebbe esercitata dalle autorità di vigilanza attuali.

## 7. IMPATTI DEL PACCHETTO DI OPZIONI PRESELTE

La seguente tabella fornisce una sintesi delle opzioni strategiche prescelte

Obiettivo operativo	Opzioni strategiche prescelte
Limitare gli incentivi e le opportunità di manipolazione	Gestione e divulgazione dei conflitti d'interesse
Dati sufficienti e riduzione al minimo della discrezionalità	Dati sulle operazioni se disponibili e affidabili, altrimenti discrezionalità ben fondata e verificabile
	Rendere obbligatoria la fornitura di dati per i valori di riferimento critici solo se necessario
Assicurare una solida governance e controlli per far fronte al rischio	Rendere obbligatori sistemi di gestione adeguati e controlli efficaci
Migliorare la trasparenza e assicurare l'uso di valori di riferimento solidi, affidabili e adatti allo scopo	Prescrivere la trasparenza su metodologia, dati sottostanti, processo e scopo, pur consentendo una trasparenza dei dati sottostanti parziale o un rinvio, se giustificato
	Valutazione dell'idoneità dell'uso dei valori di riferimento per i contratti al dettaglio
Assicurare una sorveglianza efficace	Fornitura privata dei valori di riferimento, pubblica vigilanza e applicazione delle norme

L'obiettivo principale della presente iniziativa è quello di aumentare la solidità e l'integrità dei valori di riferimento europei riducendone il rischio di manipolazione. Ciò contribuirà ad aumentare l'integrità e l'equità del mercato e a ripristinare la fiducia nei mercati finanziari. L'iniziativa mira inoltre ad assicurare il corretto uso di valori di riferimento solidi e affidabili, cosa che migliorerà la protezione di consumatori e investitori e assicurerà che i mercati finanziari siano al servizio dell'economia reale.

## 8. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE

La valutazione delle conseguenze dell'applicazione delle misure legislative potrebbe aver luogo tre anni dopo l'entrata in vigore della misura legislativa, nell'ambito di una relazione al Consiglio e al Parlamento sull'efficacia dell'iniziativa legislativa e sull'adeguatezza dell'approccio settoriale.