



Bruselas, 18.9.2013  
SWD(2013) 337 final

**DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN**

**RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO**

*que acompaña al documento*

**Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo  
sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los  
contratos financieros**

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

## **1. INTRODUCCIÓN**

Un índice constituye una medida estadística, normalmente de un precio o una cantidad, calculada a partir de un conjunto representativo de datos subyacentes: si ese índice pasa a utilizarse como precio de referencia de un instrumento financiero u otro contrato financiero se convierte en índice de referencia. Actualmente se elabora una amplia variedad de índices de referencia. Tales índices no solo difieren en cuanto a los datos subyacentes utilizados, sino asimismo en lo que respecta a los métodos utilizados para la recopilación de datos, el cálculo del índice y el uso al que se destina.

El sector de los índices de referencia genera ingresos por importe de 2 000 millones EUR, aproximadamente, en beneficio de los administradores de índices de referencia financieros y de materias primas en todo el mundo. De acuerdo con las estimaciones, el tamaño en valor de los mercados afectados podría exceder de 1 000 billones EUR. La presunta manipulación reciente de ciertos índices de referencia de tipos de interés, en concreto el LIBOR y el EURIBOR, ha puesto de relieve tanto la importancia de estos índices como su vulnerabilidad. La integridad de los índices de referencia es fundamental para la valoración de numerosos instrumentos financieros, como las permutas y los contratos a plazo de tipos de interés, y contratos comerciales o de otro tipo, como los contratos de suministro, los préstamos y las hipotecas. Los índices de referencia desempeñan también un papel importante en la gestión de riesgos.

La integridad de los índices de referencia fue el objeto principal del *Wheatley Review of LIBOR* (Informe Wheatley sobre el LIBOR) y de la posterior regulación del LIBOR en el Reino Unido, así como de la regulación del CIBOR en Dinamarca. El 6 de junio de 2013, la AEVM y la ABE publicaron una serie de principios aplicables a los procesos de elaboración de índices de referencia en Europa, que deben servir de orientación a quienes aplican los principios generalmente aceptados, a la espera de que entre en vigor una iniciativa de la Comisión. En enero de 2013, la ABE había llevado a cabo asimismo un examen del Euribor y había publicado una serie de recomendaciones dirigidas a la Euribor-EBF. Por otra parte, la Comisión Europea ha comenzado a investigar la posible existencia de un cartel en relación con el EURIBOR, así como un posible caso de colusión por parte de los contribuidores a las evaluaciones de los precios del petróleo y los biocombustibles y algunas agencias de información de precios de materias primas.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) se está encargando de coordinar el enfoque de la reforma de los índices de referencia a escala internacional. A instancia suya, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) publicó, en julio de 2013, unos Principios sobre los índices de referencia financieros. Con anterioridad, en octubre de 2012, la OICV/IOSCO había publicado unos principios sobre la supervisión de las agencias de información de los precios del petróleo. Se están asimismo realizando otros trabajos a nivel del FSB, el G-20 y el BPI.

## **2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA**

### **2.1 Riesgo de manipulación de los índices de referencia**

Los índices de referencia afectan directamente al valor de los instrumentos financieros y demás contratos a los que aquellos se apliquen. La manipulación del valor de un índice de referencia se traduce, por tanto, en una transferencia directa de fondos de una de las partes en un contrato a la otra parte. El riesgo de manipulación al que están expuestos

numerosos índices de referencia se deriva fundamentalmente de la **discrecionalidad** que ejercen los transmitentes a la hora de seleccionar datos para su transmisión al agente encargado del cálculo, o de evaluar los datos transmitidos, y la discrecionalidad que ejercen los administradores al calcular el índice de referencia. Algunos índices de referencia se apoyan exclusivamente en las evaluaciones de los contribuidores, con escasas posibilidades de verificación *ex post* frente a datos reales. El elaborador del índice puede no estar en condiciones de verificar si los datos transmitidos son representativos, por lo que hace uso de sus facultades discrecionales en la evaluación o el cálculo del índice de referencia a partir de dichos datos.

Por otra parte, los contribuidores pueden decidir transmitir únicamente una parte de sus datos, con la consiguiente merma de la exactitud del índice. Los contribuidores pueden también ser reacios a proporcionar datos completos o exactos a los administradores de índices de referencia si ello **entra en conflicto con otros intereses**, como pueden ser la divulgación de datos confidenciales o sensibles desde el punto de vista comercial o de información que proporcione una indicación a otros participantes en el mercado. Los conflictos de intereses surgen sobre todo en el caso de que los contribuidores o administradores sean asimismo usuarios del índice de referencia. Los contribuidores pueden transmitir estimaciones engañosas o datos falsos o parciales que no reflejen necesariamente las verdaderas condiciones del mercado, si una modificación del índice de referencia puede redundar en beneficio propio.

La publicación de un índice puede dar pie a una generalización tal de su utilización que haga adquirir a aquel una importancia fundamental, o que, como mínimo, haga que todo fallo tenga importantes repercusiones en los mercados y los inversores. Por último, la mayoría de las autoridades carece de facultades de supervisión y control del cumplimiento en relación con los procesos de elaboración de índices y los agentes que intervienen en ellos, lo que impide la supervisión efectiva de los índices de referencia y el control del cumplimiento de determinadas normas mínimas en su elaboración.

## **2.2. Utilización de índices de referencia que no son sólidos, fiables o adecuados para el uso previsto**

Cuando un índice de referencia no es sólido sino que está sujeto al riesgo de manipulación, su utilización puede perjudicar a los inversores o a otros usuarios. Los usuarios más «sofisticados», tales como los bancos u otros participantes en el mercado mayorista, pueden entender adecuadamente los riesgos que comporta la falta de solidez de los índices y absorberlos, o estar en condiciones de adoptar las oportunas medidas para atenuarlos. Sin embargo, los consumidores minoristas pueden no estar suficientemente informados acerca de la naturaleza del índice de referencia aplicado al contrato financiero que suscriben, ni tener posibilidad alguna de elección en cuanto al índice utilizado.

El problema de la utilización de índices de referencia que no son sólidos, fiables o adecuados para el uso previsto se deriva fundamentalmente de la falta de transparencia sobre la finalidad de los índices y la inadecuación de estos para los fines previstos, en particular los contratos financieros minoristas.

Los índices de referencia sirven para medir un mercado o una realidad económica determinados. Sin embargo, hay con frecuencia una **falta de transparencia** en cuanto al objeto preciso de la medición, las circunstancias en las que el índice de referencia

proporciona una medida fiable y otros riesgos conexos a su utilización. La ausencia de tal transparencia puede afectar al acierto de las decisiones de los usuarios a la hora de optar por uno u otro índice, haciendo que las decisiones económicas se basen en valores falseados y dando lugar a una asignación de activos subóptima y a pérdidas potenciales para los inversores y consumidores.

Con frecuencia, los índices de referencia se utilizan en los contratos con consumidores sin evaluar suficiente ni adecuadamente su idoneidad a tal fin. Incluso aquellos índices que ofrecen una medida correcta de la realidad económica que están destinados a reflejar pueden tener efectos perjudiciales si se utilizan para otros fines. La raíz del problema estriba en la deficiente comprensión por parte de quienes suscriben contratos a los que se aplican tales índices, especialmente cuando se trata de inversores minoristas o consumidores. Con frecuencia la utilización de índices de referencia por los mercados no obedece a la idoneidad de aquellos, sino simplemente a que los **efectos de red** hacen que un determinado índice pase a ser la unidad de medida utilizada por defecto. Asimismo, la desigual capacidad de negociación o el uso de condiciones estándar hacen que una de las partes en el contrato pueda verse imponer un índice de referencia inadecuado. Pueden también registrarse importantes conflictos de intereses en caso de utilización o elaboración de índices estratégicos o de uso interno por parte de gestores de fondos que tengan un interés directo en el rendimiento de dichos fondos.

### **3. SUBSIDIARIEDAD Y PROPORCIONALIDAD**

Aunque algunos índices de referencia son de ámbito nacional, el sector de dichos índices, globalmente considerado, es de dimensión internacional, tanto por el lado de la elaboración como por el de la utilización. En el caso de aquellos índices de referencia muy utilizados o elaborados en distintos Estados miembros, toda actuación a nivel nacional puede dar lugar a una fragmentación del mercado interior y podría facilitar el arbitraje regulatorio, pues no resulta difícil desplazar la elaboración de los índices a otros Estados miembros. En cambio, una iniciativa de la UE contribuirá a mejorar el mercado único al crear un marco común para la utilización de índices de referencia fiables y adecuados en los diferentes Estados miembros. La adopción de medidas por la UE se aviene, por tanto, al principio de subsidiariedad.

El principio de proporcionalidad exige que toda intervención tenga unos objetivos delimitados y no exceda de lo necesario para alcanzarlos. Tanto la determinación de las diversas opciones, como el proceso de análisis y comparación de esas opciones y de su alcance se ha guiado por el principio de proporcionalidad. Para ello se ha actuado en dos vertientes: en primer lugar, centrándose exclusivamente en aquellos índices de referencia cuya manipulación puede tener un impacto económico directo y seguro, y en segundo lugar, definiendo medidas que, dada su naturaleza, no plantean problemas de proporcionalidad, o, en aquellos casos en que las medidas propuestas podían comportar una carga desproporcionada, permitiendo calibrarlas de manera proporcionada.

### **4. ÁMBITO DE APLICACIÓN**

El ámbito de aplicación de la propuesta se ha definido con referencia a los problemas anteriormente expuestos, con vistas a arbitrar soluciones eficientes, eficaces y proporcionadas a tales problemas. El ámbito de aplicación se delimita con arreglo a un enfoque en dos etapas: de entrada, se determinan los índices comprendidos en el mismo

(«índices de referencia objetivo») y, seguidamente, las actividades en relación con dichos índices que deben quedar cubiertas.

En primer lugar, se engloban todos los índices publicados que se utilicen como referencia del precio de un instrumento o contrato financiero, o que midan el rendimiento de un fondo de inversión, dado que son esos los índices cuya manipulación provocará pérdidas financieras y que muestran mayor vulnerabilidad a los problemas mencionados anteriormente.

En segundo lugar, se incluyen igualmente dentro del ámbito de aplicación todos los administradores de índices de referencia establecidos en la Unión que elaboran los mencionados índices, pues los administradores están expuestos a los problemas antes enunciados. No se incluyen en el ámbito de aplicación los bancos centrales, puesto que mantienen un elevado nivel de integridad y son objeto de control por parte de las autoridades públicas. Los contribuidores radicados en la Unión están asimismo expuestos a los problemas anteriormente señalados, si bien, del análisis efectuado se desprende que solo es proporcionado incluir en el ámbito de aplicación aquellos contribuidores que ya estén sujetos a la reglamentación financiera de la UE. El principal motivo es que, debido a los costes de cumplimiento, los contribuidores no sujetos actualmente a regulación podrían dejar de contribuir y, en cualquier caso, no podrían ser supervisados eficazmente por los reguladores financieros.

## 5. OBJETIVOS

El cuadro que figura a continuación ofrece una panorámica de los objetivos generales, específicos y operativos de la presente iniciativa a la luz del análisis de los riesgos y problemas anteriormente aludidos:

| <b>Objetivos generales</b>  | <b>Objetivos específicos</b>  | <b>Objetivos operativos</b>   | <b>Objetivos cuantificables</b>  |
|---|---|---|--|
| 1) Restablecer la confianza en los mercados financieros<br><br>2) Potenciar la integridad y la equidad de los mercados; garantizar que los mercados | Garantizar la integridad de los índices de referencia:<br><br>1) Reducir el riesgo de manipulación de los índices de referencia | 1) Limitar los incentivos y las posibilidades de manipulación<br><br>2) Minimizar la discrecionalidad: velar por que los índices de referencia se basen en datos suficientes y representativos<br><br>3) Garantizar una sólida gobernanza y controles que permitan prevenir los riesgos | 1) Reducir el número de índices de referencia vulnerables a la manipulación<br><br>2) Incrementar el número de índices de referencia basados en datos suficientes y representativos<br><br>3) Reducir el número de casos en los que se constate la ausencia de una gobernanza y unos controles adecuados |

|   |  |  |   |
|---|--|--|---|
| financieros sirvan a la economía real                         | 2) Garantizar un uso adecuado de índices de referencia sólidos y fiables | 4) Aumentar la transparencia y la utilización de índices de referencia adecuados<br>5) Asegurar una supervisión eficaz | 4) Aumentar el número de declaraciones sobre la finalidad de los índices de referencia y de evaluaciones de idoneidad en las operaciones minoristas<br>5) Reducir el número de casos de manipulación de índices de referencia |
| 3) Garantizar protección de los consumidores y los inversores |  |  |   |

## 6. OPCIONES DE ACTUACIÓN Y ANÁLISIS DE SUS EFECTOS

Las diferentes opciones se analizaron a la luz de su eficacia y eficiencia de cara al logro de los seis objetivos operativos.

### 6.1. Limitar los incentivos y las posibilidades de manipulación:

| Opciones de actuación                                  |
|--|
| 1 No intervención                                      |
| 2 Gestión y declaración de los conflictos de intereses |
| 3 Separación estructural                               |

**La opción 2 es la solución preferible:** en efecto, si bien la separación estructural resulta eficaz para limitar las posibilidades de manipulación, en muchos casos constituiría una solución desproporcionada, ya que podría desalentar la elaboración de índices de referencia y llevar a la desaparición de algunos de ellos. La gestión y declaración de los conflictos de intereses crea incentivos para que los responsables de efectuar cálculos o suministrar información en relación con dichos índices lo hagan de manera objetiva. Se alienta así el suministro de datos correctos y la honestidad en el proceso de validación de datos.

### 6.2. Reducir al mínimo la discrecionalidad; velar por que los índices de referencia se basen en datos suficientes y representativos:

| Opciones de actuación  |
|--|
| 1 No intervención  |
| 2 Exigir la utilización de datos de operaciones, si están disponibles y son fiables; en caso contrario, discrecionalidad fundada y verificable |
| 3 Utilización obligatoria de datos e operaciones únicamente en caso necesario  |
| 4 Aportaciones obligatorias de datos en el caso de los índices de referencia fundamentales   |

**Las opciones 2 y 4 se consideran las soluciones preferibles:** toda norma conforme a la cual deba darse prioridad a los datos de operaciones representativas, y que exija que el uso de otros datos sea verificable, constituye un medio de garantizar que los tipos de los índices de referencia y las aportaciones a los mismos se basen en datos suficientes y representativos y que el uso de la discrecionalidad esté justificado y bien fundado y esta se ejerza adecuadamente. Por tanto, potencia la fiabilidad de los índices y la transparencia del proceso. La facultad de hacer obligatorias las aportaciones para el cálculo de los índices de referencia fundamentales garantiza la continuidad de estos, que

son de importancia fundamental, ante el riesgo de que los contribuidores pongan fin a su aportación. Asimismo, garantiza que esos índices se basen en una muestra suficientemente amplia de datos de mercado, especialmente en períodos de tensión en los mercados, en los que los contribuyentes pueden ser reacios a aportar datos o estimaciones para el cálculo de índices de referencia.

### 6.3. Garantizar una sólida gobernanza y controles que permitan prevenir los riesgos:

| Opciones de actuación   |
|---|
| 1 No intervención   |
| 2 Emisión de directrices en materia de «cumplimiento o justificación» por parte de las autoridades de |
| 3 Obligación de disponer de sistemas de gestión adecuados y controles efectivos                       |

**La opción 3 es la solución preferible:** habida cuenta de los conflictos de intereses inherentes a las aportaciones de datos destinados al cálculo y al propio cálculo de los índices de referencia, es poco probable que los principios que exigen «cumplimiento o justificación» permitan obtener los resultados apetecidos. La obligación de disponer de sistemas de gestión adecuados y controles efectivos proporciona una herramienta con la que imponer sólidos sistemas de gobernanza y los controles necesarios para subsanar las deficiencias constatadas en las actividades de elaboración de índices de referencia y de aportación de datos a tal fin.

### 6.4. Aumentar la transparencia y garantizar la utilización de índices de referencia sólidos y fiables:

| Opciones de actuación   |
|---|
| 1 No intervención   |
| 2 Exigir transparencia en lo que respecta a la metodología, los datos subyacentes, los procesos y los fines, permitiendo al mismo tiempo una transparencia parcial o diferida respecto de los datos <b>subyacentes cuando</b> |
| 3 Determinar la idoneidad de los índices de referencia en los contratos minoristas  |
| 4 Notificación obligatoria del uso de índices de referencia   |

**Las opciones 2 y 3 se consideran las soluciones preferibles:** la transparencia en materia de datos y metodología permitiría a los reguladores y al público en general evaluar la exactitud y fiabilidad del índice de referencia. Con conocimiento de los datos y del método empleado, los inversores y los reguladores podrían reproducir el índice o someterlo a pruebas retrospectivas a fin de evaluar su exactitud. Una plena transparencia sobre lo que mide el índice, cómo debe utilizarse y las imperfecciones que presenta permitiría a los reguladores y al público en general tener una información completa acerca de la realidad económica que el índice está destinado a reflejar, así como de las posibles deficiencias a la hora de hacerlo. Se permitiría la publicación diferida o parcial siempre que una publicación íntegra e inmediata pudiera conllevar graves consecuencias adversas para los contribuidores o afectar negativamente a la integridad o la fiabilidad del índice. Únicamente se permitiría el aplazamiento de la publicación en la medida en que redujese significativamente esas consecuencias. Cuando una entidad regulada, como, por ejemplo, un banco, se proponga celebrar con un consumidor un contrato financiero con arreglo al cual los pagos se determinen en función de un índice de referencia, deberá

evaluar la idoneidad del índice a tal fin y advertir al consumidor si dicho índice no es adecuado.

### 6.5. Garantizar la supervisión efectiva de los índices de referencia:

| Opciones de actuación  |
|--|
| 1 No intervención  |
| 2 Elaboración de índices de referencia por el sector privado y supervisión privada independiente           |
| 3 Elaboración de índices de referencia por el sector privado, y supervisión y control del cumplimiento por |
| 4 Elaboración de índices de referencia fundamentales por organismos públicos                               |

**La opción 3 es la solución preferible:** la elaboración de índices de referencia por parte de organismos públicos puede frenar la innovación y estar expuesta, además, a conflictos de intereses. También en manos privadas puede la supervisión estar expuesta a conflictos de intereses. Someter a reglamentación la elaboración de índices de referencia garantiza la supervisión de los administradores de índices al más alto nivel posible. Las autoridades dispondrían así de una herramienta de control del cumplimiento y que garantice la rendición de cuentas de los administradores y contribuidores. Se aseguraría así la independencia del supervisor, que sería una autoridad pública, y se favorecería la oferta de mercado, la innovación y la competitividad, al permanecer la elaboración de índices de referencia en manos privadas.

La supervisión de los administradores sería competencia de las autoridades nacionales de supervisión, de cuya coordinación se encargaría la AEVM. De la supervisión de los índices de referencia fundamentales sería responsable, con carácter obligatorio, un colegio de supervisores nacionales. La AEVM participaría en los colegios de supervisores de los índices de referencia fundamentales y actuaría como mediadora, con carácter vinculante, en su caso. La supervisión de los contribuidores se confiaría a sus actuales supervisores.

## 7. IMPACTO DEL CONJUNTO DE OPCIONES SELECCIONADAS

El cuadro que figura a continuación resume las opciones de actuación seleccionadas

| Objetivo operativo   | Opciones de actuación preferidas  |
|--|---|
| Limitar los incentivos y las posibilidades de manipulación   | Gestionar y declarar los conflictos de intereses  |
| Datos suficientes y mínima discrecionalidad  | Datos de las operaciones, si están disponibles y son fiables; en caso contrario, discrecionalidad fundada y verificable   |
|  | Aportaciones obligatorias de datos para el cálculo de índices de referencia fundamentales, únicamente en caso necesario   |
| Garantizar una sólida gobernanza y controles que permitan prevenir los riesgos   | Obligación de disponer de sistemas de gestión adecuados y controles efectivos   |
| Aumentar la transparencia y garantizar la utilización de índices de referencia sólidos, fiables y adecuados para el uso previsto | Exigir transparencia en lo que respecta a la metodología, los datos subyacentes, los procesos y los fines, permitiendo al mismo tiempo una transparencia parcial o diferida respecto de los datos subyacentes cuando esté justificado |
|  | Determinar la idoneidad de los índices de referencia en los contratos minoristas  |
| Asegurar una supervisión eficaz  | Elaboración de índices de referencia por el sector privado y supervisión y control del cumplimiento por organismos públicos   |

El objetivo principal de la presente iniciativa consiste en reforzar la solidez y la integridad de los índices de referencia europeos, reduciendo el riesgo de manipulación de los mismos. Se contribuirá así a potenciar la integridad y la equidad de los mercados y a restablecer la confianza en los mercados financieros. La presente iniciativa busca asimismo asegurar un uso adecuado de índices de referencia sólidos y fiables, mejorando con ello la protección de los consumidores y los inversores y garantizando que los mercados financieros estén al servicio de la economía real.

## **8. SEGUIMIENTO Y EVALUACIÓN**

La evaluación de las consecuencias de la aplicación de la medida legislativa podría llevarse a cabo tres años después de su entrada en vigor, en el marco de un informe dirigido al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la eficacia de la iniciativa legislativa y la idoneidad del enfoque sectorial.