



EVROPSKA  
KOMISIJA

Bruselj, 18.9.2013  
SWD(2013) 337 final

**DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE**

**POVZETEK OCENE UČINKA**

*Spremni dokument*

**Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta**

**o indeksih, ki se uporabljajo kot referenčne vrednosti pri finančnih instrumentih in v  
finančnih pogodbah**

{COM(2013) 641 final}

{SWD(2013) 336 final}

## 1. UVOD

Indeks je statistično merilo, običajno cene ali količine, ki se izračuna na podlagi reprezentativnega sklopa osnovnih podatkov: kadar se ta indeks uporabi kot referenčna cena za finančni instrument ali drugo finančno pogodbo, postane referenčna vrednost. Trenutno je v pripravi veliko referenčnih vrednosti. Te referenčne vrednosti se ne razlikujejo le glede na uporabljene osnovne podatke, ampak tudi glede na metode, ki se uporabijo za zbiranje podatkov, izračun indeksov ter njihovo končno uporabo.

Službe, ki se ukvarjajo z izračuni referenčnih vrednosti, ustvarijo približno 2 milijardi EUR prihodka za upravljavce referenčnih vrednosti za finančne in primarne proizvode po vsem svetu. Po ocenah bi lahko velikost trgov, na katere vplivajo te vrednosti, presegala 1 000 bilijonov EUR. Nedavna domnevna manipulacija referenčnih vrednosti obrestnih mer LIBOR in EURIBOR je opozorila na to, kako pomembne in ranljive so referenčne vrednosti. Celovitost referenčnih vrednosti je ključna za oblikovanje cen številnih finančnih instrumentov, kot so zamenjave obrestnih mer, dogovori o terminski obrestni meri ter komercialne in nekomercialne pogodbe, kot so sporazumi o dobavi, posojila in hipoteke. Pomembno vlogo imajo tudi pri obvladovanju tveganja.

Celovitost referenčnih vrednosti je v središču Wheatleyevega pregleda obrestne mere LIBOR in posledičnega reguliranja obrestne mere LIBOR v Združenem kraljestvu ter reguliranja obrestne mere CIBOR na Danskem. EBA in ESMA sta 6. junija 2013 objavila načela za postopke določanja referenčnih vrednosti v Evropi, ki določajo smernice, namenjene udeležencem, v obdobju do začetka veljavnosti morebitne pobude Komisije. EBA je izvedla tudi pregled obrestne mere EURIBOR in januarja 2013 objavila priporočila za EBF-Euribor. Poleg tega Evropska komisija preiskuje obstoj morebitnega kartela v zvezi z obrestno mero EURIBOR ter morebitno sklenitev tajnega dogovora s strani ponudnikov v zvezi s presojami cen nafte in biogoriva, ki jih opravijo nekatere agencije za sporočanje cen primarnih proizvodov.

FSB usklajuje mednarodni pristop o reformi referenčnih vrednosti. Združenje IOSCO je na zahtevo FSB julija 2013 objavilo načela za finančne referenčne vrednosti. Pred tem je IOSCO oktobra 2012 objavil načela o nadzoru agencij za poročanje o cenah nafte. Dodatna prizadevanja se izvajajo na ravni FSB, G20 in BIS.

## 2. OPREDELITEV PROBLEMA

### 2.1 Tveganje manipulacije referenčnih vrednosti

Referenčne vrednosti neposredno vplivajo na vrednost finančnih instrumentov in drugih pogodb, ki se nanje sklicujejo. Zato je rezultat manipulacije njihove vrednosti neposreden prenos denarja od ene pogodbene stranke na drugo. Tveganje manipulacije, ugotovljeno pri številnih referenčnih vrednostih, nastaja zlasti zaradi **diskrecijske pravice** predlagateljev pri izbiri podatkov, ki jih predložijo za namene izračuna ali ob ocenjevanju svojih prispevkov, ter diskrecijske pravice, ki jo uveljavljajo upravljavci pri izračunu referenčne vrednosti. Nekatere referenčne vrednosti se nanašajo izključno na ocene, ki jih pripravijo ponudniki, pri čemer je malo možnosti za naknadno preverjanje na podlagi realnih podatkov. Izdajatelj morda ne more preveriti, ali so te predložite reprezentativne, in uveljavlja diskrecijsko pravico pri ocenjevanju ali izračunu referenčne vrednosti na podlagi teh podatkov.

Poleg tega se lahko ponudniki odločijo, da predložijo le podsklop svojih podatkov, kar škodi točnosti referenčne vrednosti. Ponudniki morda tudi niso pripravljeni zagotoviti popolnih ali točnih podatkov upravljavcem referenčnih vrednosti, če je to **v navzkrižju z drugimi interesi**, kot je razkrivanje občutljivih ali zaupnih trgovinskih podatkov ali informacij, kar deluje kot signal za druge udeležence na trgu. Navzkrižja interesov nastajajo zlasti, kadar so ponudniki ali upravljavci tudi uporabniki referenčne vrednosti. Ponudniki lahko predložijo neiskrene ocene ali lažne ali nepopolne podatke, ki morda ne odražajo resničnih razmer na trgu, če imajo lahko dobiček od spreminjanja referenčne vrednosti.

Če je indeks objavljen, lahko njegova uporaba postane tako razširjena, da postane ključen ali pa ima lahko precejšen vpliv na trge in vlagatelje, tudi če je napačen. Poleg tega večina organov nima nadzornih in izvršnih pooblastil za postopek določanja in akterje, kar preprečuje učinkovit nadzor referenčnih vrednosti in izvrševanje usklajevanja z minimalnimi standardi pri njihovem zagotavljanju.

## **2.2. Uporaba referenčnih vrednosti, ki niso trdne, zanesljive ali ne ustrezajo svojemu namenu**

Če referenčna vrednost ni trdna in je podvržena tveganju manipulacije, lahko njena uporaba škoduje vlagateljem ali drugim uporabnikom. Bolj izkušeni uporabniki, kot so banke in drugi udeleženci na veleprodajnem trgu, lahko dobro razumejo tveganja, ki jih predstavlja pomanjkanje trdnosti referenčnih vrednosti, in to tveganje obvladujejo ali so sposobni sprejeti primerne ukrepe za zmanjšanje tveganja. Vendar potrošniki, ki so fizične osebe, morda niso v celoti seznanjeni z vrsto referenčne vrednosti, na katero se sklicuje finančna pogodba, ki so jo sklenili, in morda nimajo nobene možnosti odločanja glede uporabljene referenčne vrednosti.

Problem uporabe referenčnih vrednosti, ki niso trdne, zanesljive ali ne ustrezajo svojemu namenu, nastane zlasti zaradi pomanjkanja preglednosti glede namena referenčnih vrednosti in neustreznosti referenčnih vrednosti za njihov namen, zlasti pri finančnih pogodbah z malimi vlagatelji.

Z referenčnimi vrednostmi se meri določeno tržno ali gospodarsko stanje. Vendar v številnih primerih **ni dovolj pregledno**, kaj naj bi se pravzaprav merilo z referenčno vrednostjo, v kakšnih okoliščinah referenčna vrednost zagotavlja zanesljive meritve ter kakšna tveganja so povezana z njeno uporabo. Brez te preglednosti uporabniki ne morejo sprejeti ustreznih odločitev o tem, katero referenčno vrednost naj uporabijo. V takem primeru bodo gospodarske odločitve temeljile na izkrivljenih vrednostih, kar vodi v razporeditev sredstev, ki ni optimalna, ter morebitne izgube za vlagatelje in potrošnike.

Referenčne vrednosti se pogosto uporabljajo v referenčnih potrošniških pogodbah brez zadostne ali ustrezne ocene njihove primernosti za ta namen. Celo referenčne vrednosti, s katerimi se ustrezno meri gospodarsko stanje, ki naj bi se predstavilo z njimi, imajo lahko negativen vpliv, kadar se uporabljajo za druge namene. Razlog za to težavo je nerazumevanje s strani tistih, ki sklepajo pogodbe s sklicem na te referenčne vrednosti, zlasti to velja za male vlagatelje ali potrošnike. Pogosto se referenčne vrednosti na trgih ne uporabljajo na podlagi njihove ustreznosti, ampak enostavno ker neka referenčna vrednost zaradi **mrežnih učinkov** postane uveljavljena merska enota. Podobno neenaka pogajalska moč ali uporaba standardnih pogojev pomeni, da se lahko izbira neustrezne referenčne vrednosti naloži eni od nasprotnih strank. Poleg tega lahko obstajajo znatna

navzkrižja interesov pri strateških/lastniških indeksih, ki jih uporabljajo ali pripravljajo upravitelji skladov z neposrednim interesom pri uspešnosti teh skladov.

### **3. SUBSIDIARNOST IN SORAZMERNOST**

Medtem ko so nekatere referenčne vrednosti nacionalne, je dejavnost referenčnih vrednosti kot celota mednarodna z vidika priprave in uporabe. Pri referenčnih vrednostih, ki se splošno uporabljajo ali pripravljajo v več državah članicah, lahko nacionalni ukrepi povzročijo razdrobljenost notranjega trga, kar bi lahko omogočilo regulativno arbitražo, saj bi se lahko priprava referenčne vrednosti enostavno preselila v druge države članice. Nasprotno pa bi pobuda EU pomagala okrepiti enoten trg z vzpostavitvijo enotnega okvira za uporabo zanesljivih in primernih referenčnih vrednosti v različnih državah članicah. Ukrepi EU so zato skladni z načelom subsidiarnosti.

V skladu z načelom sorazmernosti mora biti vsako posredovanje ciljno usmerjeno in ne sme presežati okvirov, ki so potrebni za doseg ciljev. Med določanjem alternativnih možnosti, kot tudi med analizo in primerjavo možnosti ter njihovega področja uporabe, je postopek vodilo načelo sorazmernosti. To je bilo doseženo na dva načina: prvič, z osredotočanjem le na referenčne vrednosti, ki imajo lahko v primeru manipulacije neposreden in določen gospodarski vpliv, in drugič, z določanjem ukrepov, ki glede na njihovo naravo ne vključujejo vprašanj o sorazmernosti, ali, kadar bi lahko ukrepi predstavljali nesorazmerno breme, z omogočanjem sorazmernega umerjanja teh ukrepov.

### **4. PODROČJE UPORABE**

Področje uporabe predloga je določeno glede na probleme, opisane zgoraj, s čemer se zagotovi učinkovito, uspešno in sorazmerno reševanje problemov. Področje uporabe predloga je določeno z dvostopenjskim pristopom: prvič, z navedbo zajetih referenčnih vrednosti („ciljne referenčne vrednosti“) in drugič, katere dejavnosti v zvezi s temi ciljnim referenčnimi vrednostmi bi morale biti zajete.

Vsi objavljeni indeksi, ki se uporabljajo kot sklicevanje na ceno finančnega instrumenta ali pogodbe ali za merjenje uspešnosti investicijskega sklada, so zajeti, saj so to referenčne vrednosti, katerih manipulacija bo povzročila finančno izgubo in ki so najbolj dovzetne za navedene probleme.

Poleg tega so vsi upravljavci referenčnih vrednosti, ki pripravljajo te referenčne vrednosti in imajo sedež v Uniji, zajeti v področje uporabe, saj se lahko upravljavci srečujejo z vsemi problemi, opisanimi zgoraj. Centralne banke so izvzete s področja uporabe, saj že zdaj zagotavljajo visoko raven celovitosti in so predmet nadzora javnih organov. Ponudniki s sedežem v Uniji se lahko prav tako srečujejo s temi problemi, vendar je glede na analizo to le sorazmerno s ciljnim ponudniki, ki so že predmet finančne uredbe EU. Glavni razlog je, da bi obremenitev zaradi skladnosti s predpisi pomenila, da ponudnikom, ki trenutno niso regulirani, ne bi bilo več treba prispevati podatkov in da jih finančni regulatorji v vsakem primeru ne bi mogli učinkovito nadzirati.

### **5. CILJI**

Tabela spodaj vsebuje pregled splošnih, posebnih in operativnih ciljev te pobude glede na analizo tveganj in problemov, navedenih zgoraj:

Splošni cilji	Posebni cilji	Operativni cilji	Merljivi cilji
1) Ponovna vzpostavitev zaupanja v finančne trge 2) Krepitev celovitosti in poštenosti trga; zagotavljanje, da finančni trgi služijo realnemu gospodarstvu 3) Zagotavljanje varstva potrošnikov in vlagateljev	Zagotavljanje celovitosti referenčnih vrednosti: 1. Zmanjšanje tveganja manipulacije referenčnih vrednosti 2) Zagotavljanje ustrezne uporabe trdnih in zanesljivih referenčnih vrednosti	1) Omejevanje spodbud in priložnosti za manipulacijo 2) Čim večje zmanjšanje diskrecijske pravice – zagotavljanje, da referenčne vrednosti temeljijo na zadostnih in reprezentativnih podatkih 3) Zagotavljanje obravnavanja tveganja z zanesljivim upravljanjem in kontrolo 4) Povečanje preglednosti in uporabe primernih referenčnih vrednosti 5) Zagotavljanje učinkovite kontrole	1) Zmanjšanje števila referenčnih vrednosti, dovzetnih za manipulacije 2) Povečanje števila referenčnih vrednosti, ki temeljijo na zadostnih in reprezentativnih podatkih 3) Zmanjšanje števila ugotovljenih primerov neprimernega upravljanja in kontrol 4) Povečanje števila izjav o namenu referenčnih vrednosti ter ocen primernosti za uporabo na maloprodajnem trgu 5) Zmanjšanje števila primerov manipulacije referenčnih vrednosti

## 6. MOŽNOSTI POLITIKE IN ANALIZA UČINKA

Različne možnosti politike so bile preizkušene glede na merila njihove učinkovitosti in uspešnosti pri doseganju šestih operativnih ciljev.

### 6.1. Omejevanje spodbud in priložnosti za manipulacijo:

Možnosti politike
1. Brez ukrepanja
2. Upravljanje in razkrivanje navzkrižij interesov
3. Strukturno ločevanje

**Najprimernejša je možnost 2:** strukturno ločevanje je učinkovito pri omejevanju možnosti za manipulacijo, vendar bi bilo nesorazmerno v številnih primerih, saj bi lahko odvrčalo od zagotavljanja referenčnih vrednosti in povzročilo prenehanje priprave nekaterih referenčnih vrednosti. Upravljanje in razkrivanje navzkrižij interesov ustvarja spodbude za subjekte, ki opravljajo izračune ali predlagajo informacije za referenčne vrednosti, da to storijo nepristransko. Spodbuja torej točne predložitve podatkov in poštenost v postopku potrjevanja podatkov.

### 6.2. Čim večje zmanjšanje diskrecijske pravice – zagotavljanje, da referenčne vrednosti temeljijo na zadostnih in reprezentativnih podatkih:

Možnosti politike
1. Brez ukrepanja
2. Zahteva za uporabo podatkov o transakcijah, če so ti na voljo in zanesljivi, sicer pa dobro utemeljena in preverljiva diskrecijska pravica
3. Obvezna uporaba le podatkov o transakcijah, če je to potrebno
4. Odobritev prispevanja podatkov za ključne referenčne vrednosti

**Najprimernejši sta možnost 2 in možnost 4:** pravilo, ki določa, da imajo prednost reprezentativni podatki o transakcijah ter da mora biti uporaba drugih podatkov preverljiva, določa tudi instrument za zagotavljanje, da stopnje referenčnih vrednosti in prispevkov temeljijo na zadostnih in reprezentativnih podatkih ter da je diskrecijska pravica upravičena, dobro utemeljena in ustrezno izvedena. Na podlagi tega pravila se torej povečujeta zanesljivost referenčnih vrednosti in preglednost postopka. Pooblastilo za odobritev prispevkov za ključne referenčne vrednosti zagotavlja neprekinjenost referenčnih vrednosti, ki so ključne, kadar obstaja tveganje, da bi ponudniki prenehali prispevati podatke. Zagotavlja tudi, da temeljijo na zadostnih vzorcih tržnih podatkov, zlasti v času pretresov na trgih, ko ponudniki niso pripravljeni predložiti podatkov ali ocen za izračun referenčne vrednosti.

### 6.3. Zagotavljanje obravnave tveganja z zanesljivim upravljanjem in kontrolami:

Možnosti politike
1. Brez ukrepanja
2. Nadzorni organi za izdajo smernic „upoštevaj ali pojasni“
3. Odobritev ustreznih sistemov upravljanja in učinkovite kontrole

**Najprimernejša je možnost 3:** glede na prisotna navzkrižja interesov pri prispevanju podatkov za referenčne vrednosti in njihovem izračunu s smernicami „upoštevaj ali pojasni“ verjetno ne bodo doseženi zeleni rezultati. Odobritev ustreznih sistemov upravljanja in učinkovite kontrole zagotavlja orodje za spodbujanje trdne ureditve in kontrol, ki so potrebne za odpravo pomanjkljivosti, ugotovljenih pri zagotavljanju referenčnih vrednosti in prispevanju podatkov zanje.

### 6.4. Izboljšanje preglednosti ter zagotavljanje uporabe trdnih in zanesljivih referenčnih vrednosti:

Možnosti politike
1. Brez ukrepanja
2. Zahteva po preglednosti metodologije, osnovnih podatkov, postopka in namena ob omogočanju, da je preglednost osnovnih podatkov dosežena pozneje ali le delno, če je to upravičeno
3. Ocena ustreznosti uporabe referenčnih vrednosti za maloprodajne pogodbe
4. Obvezno uradno obveščanje o uporabi referenčnih vrednosti

**Najprimernejši sta možnost 2 in možnost 3:** preglednost podatkov in metodologije bi regulatorjem in javnosti omogočila ocenitev, ali je referenčna vrednost točna in zanesljiva. Z dostopom do podatkov in metodologije bi lahko vlagatelji in regulatorji ponovno izračunali referenčno vrednost ali jo testirali za nazaj, da bi ocenili, ali je točna. Popolna preglednost v zvezi s tem, kaj se meri z referenčno vrednostjo, kako bi se morala uporabljati in katere so njene pomanjkljivosti, bi omogočila, da bi bili regulatorji in javnost v celoti seznanjeni z gospodarskim stanjem, ki naj bi se merilo z referenčno

vrednostjo, in z morebitnimi pomanjkljivostmi, ki jih ima referenčna vrednost pri spremljanju gospodarskega stanja. Objava z zamudo ali delna objava bi bila dovoljena, če bi imela popolna in pravočasna objava resne negativne posledice za ponudnike ali bi negativno vplivala na zanesljivost ali celovitost referenčne vrednosti. Objava bi lahko zamujala le toliko, da bi se te posledice znatno zmanjšale. Če reguliran subjekt, kot je banka, namerava skleniti finančno pogodbo s potrošnikom, kadar plačila vsebujejo sklicevanje na referenčno vrednost, bi moral oceniti ustreznost referenčne vrednosti za to uporabo in v primeru njene neustreznosti o tem opozoriti potrošnika.

### 6.5. Zagotavljanje učinkovitega nadzora referenčnih vrednosti:

Možnosti politike
1. Brez ukrepanja
2. Zasebno zagotavljanje referenčnih vrednosti, neodvisen zasebni nadzor
3. Zasebno zagotavljanje referenčnih vrednosti, javni nadzor in izvrševanje
4. Javno zagotavljanje ključnih referenčnih vrednosti

**Najprimernejša je možnost 3:** javno zagotavljanje referenčnih vrednosti lahko ovira inovativnost in je lahko predmet navzkrižij interesov. Zasebni nadzor je prav tako lahko predmet navzkrižij interesov. S tem ko zagotavljanje referenčnih vrednosti postane regulirana dejavnost, se zagotovi nadzor upravljavcev referenčnih vrednosti na najvišji možni ravni. Tako bi se organom zagotovilo orodje za izvrševanje skladnosti in odgovornosti upravljavcev in ponudnikov. Zagotovila bi se neodvisnost nadzornika, saj bi bil to javni organ, omogočene pa bi bile tudi izbira, inovativnost in konkurenčnost trga, saj bi zagotavljanje referenčne vrednosti ostalo v zasebnem upravljanju.

Upravljalce bi nadzirali nacionalni nadzorni organi, nadzor pa bi usklajeval ESMA. Pri ključnih referenčnih vrednostih bi bil nadzor, ki bi ga izvajal kolegij nacionalnih nadzornikov, obvezen, razen pri ključnih referenčnih vrednostih, ki nimajo čezmejnega vpliva ali katerih ponudniki ne prihajajo iz držav članic, ki niso država članica upravljavca. ESMA bi sodeloval v kolegijih nadzornikov za ključne referenčne vrednosti in po potrebi izvajal zavezujoče posredovanje. Ponudnike bi nadzirali njihovi sedanji nadzorniki.

## 7. VPLIVI NAJPRIMERNEJŠEGA PAKETA MOŽNOSTI

### Preglednica spodaj vsebuje povzetek ohranjenih možnosti politike

Operativni cilj	Najprimernejše možnosti politike
Omejevanje spodbud in priložnosti za manipulacijo	Upravljanje in razkrivanje navzkrižij interesov
Zadostni podatki in čim manjša diskrecijska pravica	Transakcijski podatki, če so ti na voljo in zanesljivi, sicer pa dobro utemeljena in preverljiva diskrecijska pravica
Zagotavljanje obravnavanja tveganja z zanesljivim upravljanjem in kontrolami	Odobritev prispevanja podatkov za izračun ključnih referenčnih vrednosti le, če je to potrebno
Izboljšanje preglednosti in zagotavljanje uporabe referenčnih vrednosti, ki so trdne, zanesljive in ustrezajo svojemu namenu	Odobritev ustreznih sistemov upravljanja in učinkovite kontrole
	Zahteva po preglednosti metodologije, osnovnih podatkov, postopka in namena, pri čemer se omogoči, da je preglednost osnovnih podatkov dosežena pozneje ali le delno, če je to upravičeno

	<b>Ocena ustreznosti uporabe referenčnih vrednosti za maloprodajne pogodbe</b>
<b>Zagotavljanje učinkovitega nadzora</b>	<b>Zasebno zagotavljanje referenčnih vrednosti, javni nadzor in izvrševanje</b>

Glavni cilj te pobude je krepitev trdnosti in celovitosti evropskih referenčnih vrednosti z zmanjševanjem tveganja manipulacije referenčnih vrednosti. Prispevala bo torej h krepitvi celovitosti in poštenosti trga ter povrnitvi zaupanja v finančne trge. Cilj te pobude je tudi zagotavljanje primerne uporabe trdnih in zanesljivih referenčnih vrednosti, s čimer se bo okrepilo varstvo potrošnikov in vlagateljev ter zagotovilo, da finančni trgi služijo realnemu gospodarstvu.

## **8. SPREMLJANJE IN OCENJEVANJE**

Ocena posledic uporabe zakonodajnega ukrepa bi se lahko pripravila tri leta po začetku veljavnosti zakonodajnega ukrepa v obliki poročila Svetu in Parlamentu o učinkovitosti zakonodajne pobude in primernosti sektorskega pristopa.