



Consulta pública de la Comisión Europea sobre *benchmarks* e índices de mercado lanzada después de la manipulación del LIBOR. (*Public consultation on benchmarks and market indices launched following LIBOR manipulation*)

[Enlace al documento: *Public consultation on benchmarks and market indices launched following LIBOR manipulation.*](#)

1.- A quién va dirigido (potenciales interesados):

- Productores de índices.
- Aportantes de información para la creación de índices.
- Usuarios de índices.
- Entidades de Crédito y Empresas de Servicios de Inversión.
- Mercados y plataformas de negociación.
- Participantes en los mercados en general.
- Autoridades Competentes de los Estados Miembros.

2.- Nota Informativa

La Comisión Europea ha publicado el 5 de septiembre (después de las noticias relativas al LIBOR) una consulta invitando a la industria a comentar acerca de una posible regulación para la producción y uso de índices que sean utilizados como *benchmarks* (referencias) en contratos financieros u otros contratos en general. La integridad de los *benchmarks* se revela como requisito fundamental para la obtención de precio de muchos instrumentos financieros y, en consecuencia y por el contrario, la falta de certeza o integridad de los índices puede minar la confianza del mercado, producir pérdidas importantes y distorsionar la economía real.

La CE ha presentado recientemente dos modificaciones a las propuestas de Directiva de Abuso de Mercado y a la Directiva de sanciones penales en materia de abuso de mercado para clarificar que cualquier manipulación de los *benchmarks* es clara e inequívocamente ilegal y puede ser sancionada en la vía administrativa o penal.

Sin embargo, los cambios en el régimen sancionador no son suficientes para evitar el riesgo de manipulación resultante de los conflictos de interés ligados a la producción, gobierno y uso de los *benchmarks*. Este documento a consulta pretende identificar posibles anomalías en cualquier fase de la producción y uso de los *benchmarks* para valorar la necesidad de cambios en el marco legal que aseguren la futura integridad de los índices.

El contenido del documento a consulta se divide en 5 capítulos incluyéndose en cada uno de ellos una serie de cuestiones formuladas a la industria y al público en general:

Capítulo 1- Índices y *benchmarks*: qué son, quién los produce y con qué objetivos.

Un índice es una medida estadística, típicamente referidas a precios o efectivos, calculado de forma representativa a partir de un conjunto de datos subyacentes. Un

índice se transforma en *benchmark* cuando es utilizado como precio de referencia para un contrato financiero u otro tipo de contrato.

En la actualidad existe una amplia variedad de índices emitidos por diferentes tipos de productores; estos índices pueden diferenciarse entre sí en los datos subyacentes utilizados, en los métodos para reunir tales datos, en sus respectivas formas de cálculo y en sus objetivos o utilidades finales. El documento abarca las diferentes clases de índices que incluyen tipos de interés interbancarios (LIBOR, EURIBOR), valores u otros instrumentos financieros (FTSE 100, *Dow Jones*, *Nasdaq*), índices sobre *commodities* (metales (*Gold Comex*), petróleo (*Brent*)), índices sobre precios (índice de precios al consumo), índices de precios inmobiliarios, pensiones (tablas actuariales) y otros índices (como, por ejemplo, los índices sobre el tiempo atmosférico).

Los productores de índices son: organizaciones públicas (como el BCE que calcula el índice EONIA, el Banco Mundial o el FMI), organizaciones privadas (como la Asociación de bancos británica que calcula el LIBOR o la Federación Europea de Bancos que emite el EURIBOR), bolsas (como por ejemplo el *Deutsche Börse AG* que produce el *Euro Stoxx 50 Index*), las *price reporting agencies* responsables de calcular los precios internacionales de los *commodities*, y otras organizaciones comerciales.

La metodología de un *benchmark* especifica el origen de los datos subyacentes (de quien y cómo se obtienen) y la forma de cálculo del índice. Los datos subyacentes pueden ser precios reales o valores de una transacción y los índices se consideran objetivos y verificables, mientras que si los datos son históricos o estimados se consideran que los índices son valoraciones subjetivas. Los datos subyacentes se pueden obtener como consecuencia de una obligación de remisión de información pero, cuando no exista esta obligación, la información puede proceder de un conjunto de instituciones, de los mercados o estar disponibles al público. El índice se calcula normalmente como una media (fórmula) que, en ocasiones, puede ser más compleja si incluye algún tipo de valoración discrecional.

Los índices pueden ser emitidos –como hemos apuntado anteriormente– con fines financieros cuando se utilizan como precios de referencia (*benchmarks*) para transacciones o instrumentos financieros (como el EURIBOR en *swaps* de tipos de interés), aunque también pueden ser producidos con fines comerciales dando precios a contratos comerciales y con fines no comerciales cuando son referencia para evaluar la gestión de activos, medir condiciones económicas u obtener nueva información.

La CE ha propuesto una definición de *benchmark* en las modificaciones de Reglamento y de Directiva de abuso de mercado con el objeto de prohibir claramente su manipulación entendiendo por aquéllos cualquier índice comercial o cifra pública calculada por la aplicación de una fórmula al valor de uno o más activos subyacentes o precios, incluyendo precios estimados, tipos de interés u otros valores o mediciones, por referencia a los cuales se determina la cantidad a abonar en un instrumento financiero.

Capítulo 2- Cálculo de los *benchmarks*: gobierno y transparencia en el uso de los datos reales de transacciones.

El buen gobierno de las entidades implicadas en la aportación de datos para la producción de índices y en el cálculo o producción en sí exige que la posible valoración subjetiva que realicen no influya en la exactitud o veracidad del índice. Los conflictos

de interés pueden surgir cuando quien ejerza esta discrecionalidad tenga algún interés en el valor del *benchmark* exigen un adecuado marco necesario para asegurar el apropiado uso de la discrecionalidad y, en particular, para mitigar tales conflictos de interés y para tener la certeza de que los usuarios del *benchmark*, entienden cómo la discrecionalidad está siendo ejercitada. Asimismo, el aumento de transparencia aumentará la confianza en los *benchmarks*, reducirá el campo de posibles abusos y asegurará que los usuarios están adecuadamente informados acerca de si utilizar el índice y la forma de hacerlo.

Si un índice está basado en transacciones reales u otros datos verificables (por ejemplo, el precio de cierre de valores utilizado en el Dow Jones), la entidad que aporta los datos (*contributor of the data*) no necesita ejercitar la discrecionalidad. Si, por el contrario, los datos subyacentes utilizados son más subjetivos o menos verificables, el aportante de los datos debe hacer una estimación discrecional. La posibilidad de que un índice esté basado sólo en datos reales depende de que aquellos estén disponibles de una forma consistente; a estos efectos, el documento plantea tres posibilidades para maximizar el uso de datos reales: primero, cambiar el índice reduciendo su frecuencia, ámbito o base siempre que no suponga un cambio del índice en sí; segundo, un sistema híbrido, en el se utilizarían datos reales cuando existieran y estuvieran disponibles y, subsidiariamente, éstos se podrían sustituir por medidas alternativas; y tercero, una aproximación por niveles (*tiered approach*) en la que los datos a facilitar serían, en primer lugar, datos reales de transacciones, en segundo lugar, datos basados en modelos documentados y transparentes, en tercer lugar – cuando no sea posible la aplicación de un modelo-, se emitiría un juicio documentado y transparente y, en último lugar –cuando no fuera viable tal juicio-, no se remitirían datos.

Si el aportante de los datos subyacente ejercita una cierta discrecionalidad, se pueden dar conflictos de interés si el aportante tiene un interés financiero u otro interés en el uso del *benchmark*. Por ejemplo, el LIBOR está basado en las contribuciones de los bancos que tienen contratos de derivados cuyos precios tiene referencias al LIBOR lo que puede crear unos incentivos para mover, a través de los datos subyacentes aportados, el *benchmark* en la dirección favorable. Las medidas que se proponen para crear un marco que mitigue estos posibles conflictos de interés son:

- Sistemas de gestión adecuados y controles efectivos para asegurar la integridad y fiabilidad de los datos aportados.
- Controles y procedimientos para prevenir influencia inapropiada o comunicaciones entre departamentos incluyendo “murallas chinas”.
- Aportaciones basadas en valoraciones rigurosas, honestas e independientes de información relevante, calculada de acuerdo con las reglas, principios y objetivos del *benchmark*.
- Personal con conocimientos y experiencia apropiadamente gestionado y supervisado. La estructura de remuneraciones no debe crear reales o posibles conflictos de interés.
- Sistema de remisión de información, cooperación y comunicación a supervisores, auditores y autoridades.

- Auditoría del proceso de aportación de datos y resultados del mismo.
- Registro de documentación y comunicaciones relacionadas con la aportación de datos por un adecuado periodo de tiempo.
- Transparencia: informes al público, mercados y autoridades de los hechos, información y cuestiones relevantes para la integridad de la información aportada. La aportación de información puede dejar al descubierto sus estrategias comerciales o, incluso, perjudicarles; por ejemplo, los datos aportados por un banco a los restantes miembros del panel que determina el LIBOR pueden facilitar al mercado una valoración implícita de su riesgo de crédito que también incentivaría al banco a aportar datos imprecisos para evitar señalar un riesgo de crédito. Por tanto podría estudiarse la aportación de datos más anónima o retrasada.
- Posibilidad de regular la actividad de aportación de información y de personas o entidades aportantes.

También se podrían establecer incentivos para facilitar unas estimaciones más honestas; algunos índices como el EURIBOR tienen mecanismos para excluir algunas estimaciones reduciendo el impacto de aportar estimaciones excesivamente altas o bajas; otras alternativas sugeridas son utilizar muestreos aleatorios o medias proporcionales. La Propuesta de la CE de sancionar la aportación de datos imprecisos sobre un *benchmark*, es claramente parte de la solución a este problema.

Los aportantes de datos (*contributors of data*) pueden ser un grupo de expertos fijo o un grupo que participa en una encuesta (*survey*) del que se realiza una selección por el productor del índice o por el grupo de aportantes de datos; en ambos casos, el creador del índice depende de aportaciones voluntarias de datos. Es esencial que el conjunto de datos aportado sea representativo del mercado o del parámetro que el índice mide; si se trata de un grupo de expertos, deben ser participantes en los mercados que jueguen un papel activo y tengan conocimientos del mercado y se adoptarán medidas para evitar que la composición fija del grupo les dote de una influencia indebida o de la posibilidad de manipular los mercados; si se trata de un índice basado en una encuesta y la selección de los datos –donde no haya remisión de información obligatoria- se realiza por los propios aportantes, es importante que éstos actúen de forma objetiva y consistente.

El cálculo del índice es, normalmente, la aplicación de una media matemática a los datos aportados, sin embargo, en muchos casos, es necesario llevar a cabo algún tipo de juicio o de estimación que tiene que llevarse a cabo por una variedad de razones que pueden incluir la necesidad de reajustes, controles de calidad y consistencia; por ejemplo, en un índice de acciones, puede ser necesario el reajuste para dar mayor peso a los valores más negociados. El cálculo del índice incluye la validación continua de los datos aportados en relación con las normas del índice y la auditoría periódica de la veracidad de los datos. Se propone un marco para mitigar los conflictos de interés que puedan surgir por el ejercicio de la discrecionalidad como parte del cálculo del índice:

- Normas claras y transparentes sobre la aportación, cálculo y difusión del índice a través de un código de conducta con un apropiado procedimiento disciplinario.

- Especificación clara y transparente de qué parámetro mide el *benchmark* y cómo su exactitud puede ser evaluada, qué anomalías tiene y sus utilidades; ello incluirá una justificación de porqué representa la mejor estimación de la realidad económica. Se podrán establecer disposiciones sobre las licencias para el uso de los índices.
- Identificación, evaluación y uso efectivo continuo de metodologías con ajustes realizados en tiempo, política clara acerca de las circunstancias en las que el índice no puede ser utilizado para una finalidad en concreto, así como políticas sobre las acciones a tomar en tales circunstancias, incluyendo la cesación en la producción del índice.
- Requisitos de gobierno, sistemas y controles y requisitos sobre conflictos de interés y transparencia. El creador del índice tiene obligaciones sobre la integridad del cálculo y difusión del índice pero también tiene la obligación de supervisar el proceso de aportación de datos. Se deben prevenir los conflictos de interés para asegurar la independencia.
- Las actividades de desarrollo, cálculo y difusión del índice, y entidades y personal que lo realizan pueden ser regulados.

Capítulo 3- Objetivos y usos de los *benchmarks*.

El objetivo de un benchmark debe ser constituir la mejor medida posible de un precio, cantidad o valor relativo en el sentido de ser el más cercano a la economía real. Sin embargo, no hay una única forma de calcular un índice, por ejemplo, para calcular un índice de acciones se puede tener en cuenta el precio o el efectivo, o en un índice de precios inmobiliarios, una media del conjunto o la de un grupo de inmuebles. Además, los índices sólo son operativos en determinadas circunstancias, como los índices de tipos de préstamos interbancarios que sólo funcionan si se producen los préstamos interbancarios.

Un benchmark se utiliza en un contrato para referenciar un precio, cantidad o valor si bien es difícil que se ajuste perfectamente con las condiciones económicas que representa. Por ejemplo, un índice de precios de crudo mide el precio de una cierta cantidad de petróleo entregado en un lugar fijado, pero los contratos utilizan este *benchmark* aunque la entrega se realice en lugares distintos. En todo caso, si los usuarios conocen las diferencias pueden realizar los ajustes oportunos. También ocurre que algunos usos son diferentes de aquellos para los que originalmente se creó el benchmark. Así, los *benchmarks* sobre *commodities* desarrollados para dar precio a contratos físicos, se utilizan para dar precio a futuros y otros derivados. Estos usos variados y generales pueden ser en parte explicados por el efecto de general conocimiento (*network effect*) que facilita el uso aunque no siempre resulte la forma más apropiada para medir un parámetro. El control del uso de un *benchmark* puede tener lugar con la protección del mismo con una licencia si bien en la práctica no es fácil evitar contratos no autorizados referenciados a un índice. Se podría requerir a las firmas de inversión -que contraten un instrumento financiero para un cliente- para que valoraran la adecuación del benchmark a las necesidades del cliente o para que utilizaran *benchmarks* con determinadas características; también se podría requerir a plataformas de negociación para que valoraran los *benchmarks* a los que referencian los instrumentos financieros que negocian cuando sean susceptibles de manipulación.

Capítulo 4- Benchmarks emitidos por entidades públicas y privadas.

Los recientes problemas de manipulación de índices han enfatizado el interés público existente en la integridad y veracidad dado su extendido uso actual como forma de protección del tráfico jurídico.

Actualmente una variedad de entidades privadas emiten índices que, en ocasiones son también los aportantes de la información y los usuarios. Por ellos, los conflictos de interés e incentivos comerciales pueden desincentivar el cuestionamiento de la información aportada o la realización de *audit trails* más exigentes.

En el sector público, las autoridades nacionales estadísticas calculan índices de precios y el BCE calcula el EONIA. Las instituciones públicas pueden afrontar mejor los conflictos de interés, tienen mejor acceso a datos y pueden implementar un régimen de remisión de información obligatoria si fuera necesario. La cuestión es ver si y cuáles índices de especial relevancia deberían emitirse por entidades públicas o si éstas deberían supervisar su cálculo y emisión desde el sector privado.

Capítulo 5- Impacto de una potencial regulación: transición, continuidad y cuestiones internacionales

Un cambio de los términos de un *benchmark* o la sustitución de uno por otro exigiría la emisión del benchmark modificado o sustituido durante un cierto periodo de tiempo ya que son utilizados en contratos de larga duración. Debe recordarse que el uso de un índice es una cuestión privada entre dos partes y también su sustitución, además, la propia inercia del *network effect* puede impedir o dificultar el cambio ya que algunos de ellos han existido por mucho tiempo. Como ejemplo de cambio reciente el EURIBOR ha sustituido a los *benchmarks* nacionales utilizados antes de la entrada en vigor del euro.

Este cambio puede producir también impactos económicos: el nuevo índice puede dar lugar a diferentes valores y precios, se pueden producir ineficacias ya que, por ejemplo, un precio puede estar referenciado al antiguo índice y las responsabilidades al nuevo en el periodo transitorio; además también puede darse un diferente tratamiento contable.

Una potencial regulación de esta materia plantea algunas dificultades dada la utilización global y generalizada de los índices en distintas jurisdicciones. La regulación en una jurisdicción podría traer como consecuencia mover la elaboración o las aportaciones fuera de la misma o se podría aplicar distintas normas a las diferentes fases de elaboración y uso del índice, que también podría ocurrir si las partes contratantes están sujetas a diferentes normas. Por ello, sería deseable un trabajo consistente y coordinado a nivel internacional y, en este sentido, algunas medidas se están discutiendo actualmente en IOSCO y en el FSB.

3.- Solicitud de comentarios

El período de consultas finaliza el **15 de noviembre de 2012**.

Las observaciones deben enviarse a la dirección de correo electrónico de la Comisión Europea siguiente: markt-benchmarks-consultations@ec.europa.eu

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales
c/ Miguel Ángel 11
28010 Madrid

Documentosinternational@cnmv.es