

Febbraio 2014

Benchmarks, un nuovo quadro di riferimento. La proposta di regolamento e la riforma dell'EURIBOR.

Giuseppe Zaghini, Responsabile Ufficio Regolamentazione finanziaria, Federcasse

La determinazione del prezzo di molti strumenti finanziari e contratti finanziari dipende dall'accuratezza e dall'integrità dei valori di riferimento. Così esordisce, al considerando 1, la proposta della Commissione Europea¹ di regolamento sugli indici usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e contratti finanziari. Proposta che, da una parte, entra ora nel vivo con la discussione della relazione finale da parte dell'ECON², dall'altra segue (temporalmente e logicamente) i principi emanati da EBA-ESMA³ e IOSCO⁴, rispettivamente a giugno e luglio 2013.

L'attività dei "regulators", tuttavia, non si esaurisce nella produzione di proposte normative ovvero di principi generali, ma insiste anche direttamente sui soggetti produttori dei valori di riferimento: è il caso dell'Euribor. Infatti, a seguito di un'attività di analisi condotta alla fine del 2012, nell'ambito della quale sono state rilevate una serie di debolezze e criticità nel processo di elaborazione e diffusione dei tassi di riferimento, le Autorità di vigilanza europee (EBA e ESMA) hanno dato avvio alla riforma dell'Euribor. In particolare, sono state emanate specifiche raccomandazioni⁵ con riferimento alla *governance* a livello di Euribor-EBF, al ruolo dello *Steering Committee* e alle banche partecipanti al *panel*. Raccomandazione particolarmente specifiche e incisive che hanno, peraltro, trovato un immediato e positivo riscontro nell'ambito del successivo *review* condotto da EBA e ESMA conclusosi con il Report del 20 febbraio 2014⁶.

L'esigenza di una specifica regolamentazione a livello europeo nasce, non si fa fatica a pensarlo, dai recenti e diversi scandali sulla manipolazione del valore dell'Euribor e del Libor che hanno condotto alcune grandi banche a dover raggiungere degli accordi

¹ Cfr. 2013/0314 (COD) del 18 settembre 2013

² Cfr. ECON-Committee on Economic and Monetary Affairs Draft Report del 15 novembre 2013 e relative proposte di emendamenti del 19-20 dicembre 2013

³ Cfr. EBA-ESMA *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU*, 6 giugno 2013 | ESMA/2013/659

⁴ Cfr. IOSCO *Principles for Financial Benchmarks*, 17 July 2013

⁵ Cfr. EBA-ESMA *Report on the administration and management of Euribor*, 11 gennaio 2013

⁶ Cfr. EBA-ESMA *Report. Review of the Implementation of EBA-ESMA Recommendations to Euribor-EBF*, 20 febbraio 2014 | ESMA/2014/207

transattivi molto onerosi con le autorità competenti.⁷ Ciò ha posto, innanzitutto, in evidenza non solo l'importanza che tali valori di riferimento hanno nell'ambito dei mercati finanziari, ma anche i diversi punti deboli nella filiera della loro determinazione e del loro utilizzo.

Una prima risposta, al di là delle attività della Autorità di vigilanza, il legislatore europeo l'ha fornita attraverso le modifiche alle proposte esistenti di regolamento sugli abusi di mercato (MAR) e di direttiva sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (CSMAD) allo scopo di chiarire che qualunque manipolazione dei valori di riferimento è chiaramente e inequivocabilmente illegale e passibile di sanzioni amministrative o penali.

Ma le sanzioni, ancorché un ottimo deterrente, si sa, da sole non bastano. Infatti, il processo di produzione dei valori di riferimento è caratterizzato da conflitti di interesse e discrezionalità. Pertanto, la proposta di regolamento si spinge oltre la fase della "produzione", all'utilizzo del valore di riferimento e quindi ad una maggiore tutela degli investitori. Gli obiettivi, richiamati dalla stessa Commissione Europea, sono dunque quattro:

- migliorare la governance e i controlli sul processo di produzione del valore di riferimento;
- migliorare la qualità dei dati e le metodologie usate dagli amministratori dei valori di riferimento;
- assicurare che i fornitori di dati per i valori di riferimento siano soggetti a controlli adeguati, volti soprattutto a evitare conflitti di interesse;
- assicurare un'adeguata tutela di consumatori e investitori che utilizzano i valori di riferimento aumentando la trasparenza.

Per raggiungere tali obiettivi si è ritenuto che lo strumento giuridico più idoneo fosse il Regolamento. Ma vediamo nel dettaglio la proposta.

Ambito di applicazione

La proposta di regolamento di applica a tutti i valori di riferimento pubblicati che vengono utilizzati per gli strumenti finanziari negoziati o ammessi alla negoziazione su sedi regolamentate o per i contratti finanziari, nonché ai valori di riferimento che misurano le prestazioni di un fondo di investimento.

⁷ Solo per citare l'ultima transazione, lo scorso 4 dicembre, la Commissione Europea ha multato per complessivi 1,71 miliardi di Euro 8 istituti finanziari internazionali, tra i quali Deutsche Bank, Société Générale, RBS, JPMorgan, Citigroup e RP Martin, per aver partecipato ad un cartello nell'ambito di operazioni su Interest Rate Derivatives.

L'elemento critico ai fini della determinazione dell'ambito di applicazione è il modo in cui il valore ottenuto determina il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario ovvero misura le prestazioni di un fondo. In tal senso, è irrilevante la natura dei dati forniti per la determinazione del valore di riferimento, sia essa economica (es. un corso azionario) o non economica (es. un parametro meteorologico). Quello che qui rileva è l'effetto che lo stesso (valore) ha su uno strumento finanziario o contratto finanziario.

Al fine di ridurre il potenziale conflitto di interesse, l'attività di amministrazione dei valori di riferimento sarà soggetta a riserva di legge e pertanto ai soli soggetti autorizzati.

Governance e controllo degli amministratori

L'art. 5 della proposta di regolamento fissa i requisiti generali di governance e controllo declinati nella sezione A dell'Allegato 1. L'art. 6 (e la relativa Sezione B dell'Allegato 1) invece definisce i requisiti in caso di esternalizzazione di funzioni, servizi o attività.

Con riferimento ai requisiti di governance e controllo, la proposta di regolamento individua le seguenti aree di intervento:

- *Governance e conflitti di interesse.* L'amministratore adotta tutte le misure necessarie ad assicurare che la fornitura dei valori non subisca gli effetti dei conflitti di interesse e che laddove si richiedano discrezionalità e attività di valutazione, queste vengano esercitate in maniera indipendente. Tra le principali misure da adottare ricordiamo: la separatezza operativa e funzionale dell'attività di fornitura dei valori di riferimento dalle altre attività dell'amministratore che possono creare conflitti di interesse; la pubblicazione e divulgazione di tutti i conflitti di interesse; l'adozione di adeguate politiche e procedure (periodicamente aggiornate) per l'individuazione, divulgazione e gestione dei conflitti di interesse. Particolare attenzione la proposta di regolamento la rivolge ai potenziali conflitti di interesse che possono sorgere con riferimento al personale coinvolto nella fornitura dei valori di riferimento. Infatti, il personale oltre ad avere le competenze, conoscenze ed esperienze necessarie, deve essere soggetto al divieto di contribuire alla determinazione dei valori di riferimento mediante operazioni per conto proprio o per conto di operatori di mercato, nonché a efficaci procedure per il controllo degli scambi di informazioni e specifici requisiti per i dipendenti di front office.
- *Sorveglianza.* L'amministratore istituisce una funzione di sorveglianza per tutti gli aspetti della fornitura dei suoi valori di riferimento. In particolare, tale funzione è responsabile per il riesame della definizione e metodologia del valore di riferimento, la sorveglianza sul quadro di controllo dell'amministratore, le attività di audit, il monitoraggio dei dati, l'adozione di misure efficaci in relazione alla violazione del codice di condotta e la segnalazione alle autorità

competenti di eventuali negligenze dei fornitori dei dati o degli amministratori. Vengono definiti appositi requisiti per la composizione della funzione di sorveglianza, soprattutto, al fine di evitare conflitti di interessi con i fornitori dei dati.

- *Controlli.* L'amministratore assicura che sia posto in essere un adeguato quadro di controllo per la fornitura del valore di riferimento. Tale quadro di controllo comprende la gestione del rischio operativo e adeguati ed efficaci piani di continuità operativa.
- *Responsabilità.* Il quadro di responsabilità che l'amministratore è chiamato ad adottare si riferisce alla conservazione della documentazione, l'audit, la gestione dei reclami, nonché la dimostrazione di aver adempiuto ai requisiti del regolamento. A tal fine, l'amministratore nomina una funzione interna dotata delle capacità necessarie per riesaminare e riferire sull'applicazione della metodologia definita. Per i valori di riferimento critici, l'amministratore deve rivolgersi a un revisore esterno.

In caso di esternalizzazione, i requisiti previsti dalla proposta di regolamento attengono sia l'amministratore che il fornitore dei servizi. In particolare, il primo deve adottare misure idonee in caso il fornitore non esegua le funzioni in maniera efficace e in conformità con la normativa e conservare la necessaria competenza per esercitare efficacemente il controllo sulle funzioni esternalizzate. Il secondo, deve disporre della competenza, capacità e autorizzazioni richieste per svolgere la funzione esternalizzata; informare l'amministratore di qualsiasi sviluppo che potrebbe incidere in maniera rilevante sulle capacità di eseguire le funzioni esternalizzate e infine garantisce l'accesso alle autorità competenti ai dati relativi alle attività e ai locali in cui opera.

Dati e metodologia

La proposta regolamentare stabilisce tre requisiti:

- i dati devono essere sufficienti e accurati in modo tale da rappresentare il mercato effettivo o la realtà economica che il valore intende misurare;
- i dati devono provenire da un panel o campione affidabile e rappresentativo di fornitori di dati;
- l'amministratore deve utilizzare una metodologia solida e affidabile.

Requisiti dei fornitori dei dati

L'amministratore e il fornitore dei dati devono sottoscrivere un codice di condotta – legalmente vincolante per entrambi – nel quale sono specificati chiaramente le loro responsabilità e obblighi.⁸

Inoltre, specifici processi interni di governance (conflitti di interesse e controlli adeguati) sono richiesti al fornitore di dati soggetto vigilato.

Requisiti settoriali

In aggiunta ai requisiti sinora esposti, ai tassi di riferimento interbancari e ai valori di riferimento di merci si applicano specifici requisiti (più stringenti per questi ultimi)⁹.

Trasparenza e tutela dei consumatori

Notoriamente la trasparenza delle informazioni costituisce il tassello primario sul quale costruire la protezione dell'investitore e, in questo senso, anche la proposta regolamentare in esame non ne rappresenta un'eccezione. Innanzitutto, viene stabilito che gli amministratori sono tenuti a fornire una dichiarazione che indichi il valore misurato dal valore di riferimento e i suoi punti deboli, nonché a pubblicare i dati sottostanti per consentire agli utenti di scegliere il valore di riferimento più appropriato e opportuno. Ai sensi dell'art. 15 della proposta tale dichiarazione, per ciascun valore di riferimento, deve:

- a. definire in maniera chiara e inequivocabile il mercato o la realtà economica misurati dal valore di riferimento e le circostanze in cui tale misurazione diventa inaffidabile;
- b. descrivere o elencare gli scopi per i quali l'uso del valore di riferimento risulta adeguato e le circostanze in cui può non essere adeguato a tali scopi;
- c. contenere specifiche tecniche che individuano in maniera chiara e inequivocabile gli elementi del calcolo in relazione ai quali è possibile esercitare discrezionalità, i criteri applicabili all'esercizio della discrezionalità e le persone dalle quali può essere esercitata nonché le modalità di successiva valutazione della discrezionalità;
- d. informare della possibilità che alcuni fattori, ivi inclusi fattori esterni al di fuori del controllo dell'amministratore, possono richiedere variazioni o la cessazione del valore di riferimento;

⁸ Il codice di condotta non è previsto nel caso i dati forniti per un valore di riferimento sono dati regolamentati

⁹ Per il dettaglio dei requisiti si vedano gli allegati II e III della proposta di regolamento

- e. raccomandare che i contratti finanziari o altri strumenti finanziari legati al valore di riferimento siano in grado di sopportare o comunque far fronte alla possibilità di variazioni o cessazione del valore di riferimento.

Gli amministratori, inoltre, sono tenuti a pubblicare i dati usati per determinare il valore di riferimento immediatamente dopo la pubblicazione del valore stesso.

Come già sottolineato, la proposta di regolamento, tuttavia, non si limita a definire delle regole in materia di trasparenza, ma interviene anche sulle regole di condotta alle quali dovrebbero attenersi i soggetti vigilati (i.e. le banche) nel momento in cui stipulano un contratto finanziario con un consumatore. Infatti, l'art. 18 della proposta stabilisce i soggetti vigilati devono *“prima ottenere le necessarie informazioni sulle conoscenze e l'esperienza del consumatore in relazione al valore di riferimento, sulla sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi rispetto al contratto finanziario in questione e la dichiarazione sul valore di riferimento pubblicata in conformità all'articolo 15, e valutare se sia opportuno o meno per il consumatore collegare il contratto finanziario a detto valore di riferimento”*. Se il soggetto vigilato *“ritiene, sulla base della valutazione di cui al paragrafo 1, che il valore di riferimento non sia adatto al consumatore, gliene comunica per iscritto le ragioni”*.

Come è facilmente immaginabile, tale norma ha sollevato da parte di molti *stakeholders* più di una perplessità in termini di applicabilità e di coerenza con altre discipline. Infatti, molti ritengono che le previsioni della specie vadano oltre gli obiettivi della proposta, sovrapponendosi, peraltro, alla disciplina della Consumer Credit Directive (CCD)¹⁰, nonché alla emananda Direttiva sui contratti di credito relativi ad immobili residenziali (CARRP)¹¹. In entrambe le citate discipline, con l'obiettivo di rafforzare la protezione del consumatore nell'acquisizione dei prestiti, il legislatore europeo, anche a seguito di un lungo ed elaborato processo di condivisione, ha preferito definire, in capo agli istituti di credito, degli obblighi informativi (ed esplicativi) piuttosto che “valutativi” dell'adeguatezza dei contratti. Pertanto, l'introduzione di una valutazione di adeguatezza obbligatoria in caso di uso dei valori di riferimento all'interno di un contratto finanziario risulterebbe in contrasto con tale approccio. Peraltro, è lecito domandarsi che tipo di conseguenze (anche operative e quindi economiche) potrebbe avere un esito negativo della valutazione di adeguatezza del valore di riferimento rispetto ad un determinato consumatore.

Vigilanza e procedura di autorizzazione degli amministratori

L'attività di fornitura di valori di riferimento sarà soggetta ad autorizzazione preventiva e vigilanza costante. La proposta stabilisce le condizioni e la procedura che gli

¹⁰ Cfr. Direttiva 2008/48/CE del 23 aprile 2008 relativa ai contratti di credito ai consumatori

¹¹ Cfr. proposta di Direttiva 2011/0062 (COD) del 31 marzo 2011. Testo adottato dal Parlamento Europeo il 10 dicembre 2013, in attesa di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'UE.

amministratori dei valori di riferimento ubicati nell'Unione europea devono adottare per ottenere l'autorizzazione dalle autorità competenti pertinenti.

Infine, si segnala, la proposta di norma – molto discussa invero – contenuta nell'art. 25 che stabilisce l'obbligo, da parte delle Autorità competenti, di notificare all'ESMA l'utilizzo di un indice come riferimento per uno strumento finanziario, o la richiesta di ammissione alla negoziazione presso una sede di negoziazione in relazione a uno strumento finanziario collegato a un indice. In questo caso, la previsione di tempistiche particolarmente stringenti nel processo di notifica potrebbe compromettere seriamente l'efficienza dei mercati.

Adesso parola all'ECON.