



CSF/90/N5.

AVIS DE LA SECTION "INSTITUTIONS ET MARCHES FINANCIERS" CONCERNANT  
LA CREATION D'UN MARCHÉ BELGE D'OPTIONS ET DE FUTURES

Considérations préliminaires

Le 8 mars 1990, lors de la mise en place du Conseil Supérieur des Finances plénier dans sa nouvelle composition, le Ministre des Finances a suggéré que la Section "Institutions et marchés financiers" lui fournisse un avis sur le développement des nouveaux marchés de valeurs ou des marchés portant sur des nouveaux instruments financiers. En conséquence, la Section a décidé lors de sa réunion du 7 mai 1990 d'émettre un avis sur la création en Belgique d'un marché d'options et de futures. La nécessité de cet avis s'impose d'autant plus qu'en janvier 1990 certaines banques belges et la Commission de la Bourse ont constitué une société coopérative "Belfox" qui souhaiterait lancer un marché des options et des futures au début de l'année 1991.

Nonobstant le fait qu'au moment de la rédaction de l'avis le projet de loi sur les transactions et marchés financiers n'a pas encore été approuvé par les deux Chambres, la Section considère qu'il est impossible de faire abstraction des dispositions les plus importantes de ce projet. Diverses dispositions de cette loi peuvent en effet influencer de manière importante la création, la forme et le contenu d'un éventuel marché OF.

Par ailleurs la Section a considéré le présent avis comme une anticipation de la compétence explicite d'avis que lui confère les articles 59 et 67 du projet de loi. Ces articles rendent obligatoire la requête d'un avis du Conseil Supérieur des Finances, notamment lorsque le Roi veut créer de nouveaux marchés de valeurs ou des marchés pour des nouveaux instruments financiers. Cette disposition concerne donc aussi la création d'un marché d'options et de futures. En raison du fait que la mission essentielle, confirmée par une tradition bien établie, du Conseil Supérieur, est de fournir au Ministre des Finances des avis qui lui permettent de déterminer ou d'accompagner les orientations de la politique financière, la Section a considéré qu'il était de son devoir d'émettre un avis avant que la rédaction de textes réglementaires éventuels concernant les marchés d'OF n'atteigne une phase décisive.

Ceci n'empêche en rien qu'en vertu de l'article 67 du projet de loi susmentionné la Section sera appelée à un certain moment à émettre également un avis sur ces textes réglementaires.

Dans le présent avis, la Section a voulu se limiter à la formulation de quelques orientations générales. Le développement des modalités et réglementations pratiques ne sont ni la vocation ni la compétence du Conseil Supérieur. En ce qui concerne les marchés d'options et de "futures", cela aurait d'ailleurs fait double emploi avec les activités d'autres assemblées ou organismes, en particulier celles des groupes de travail Maystadt I et II.

Dans la rédaction de son avis, la Section répond à certaines questions préliminaires avant d'aborder les recommandations de politique financière.

Un marché des options et "futures" crée-t-il une valeur ajoutée d'un point de vue économique et financier?

La question n'est pas purement académique. Le fonctionnement des marchés d'OF comporte indiscutablement un aspect spéculatif considérable. La question se pose alors de savoir si ce n'est pas de nature à porter atteinte à la politique de stabilisation macro-économique des pouvoirs publics, notamment dans le domaine monétaire. Cet argument est encore renforcé par l'instabilité financière latente qui s'est manifestée ces dernières années au niveau mondial et dont le krach boursier de l'automne 1987 a été une manifestation. Ce sont, semble-t-il, ces raisons qui ont incité les autorités de la République Fédérale d'Allemagne à n'autoriser qu'assez tardivement l'éclosion d'un marché d'OF, contrairement à ce qui s'est passé dans certains des pays environnants.

La Section prend dûment en considération le fait que les marchés d'options et de futures risquent de provoquer ou d'accentuer les tensions spéculatives. Elle considère cependant qu'ils comportent quantité d'avantages qui l'emportent sur les inconvénients potentiels. A cet égard une distinction doit être faite entre les "futures" et les options. Un marché de "futures" s'adresse essentiellement à un public professionnel et traitera surtout des contrats dont les valeurs sous-jacentes sont des obligations (de l'Etat).

Un tel marché offre plusieurs avantages :

- la standardisation des contrats et l'automatisation des opérations permettent aux marchés de "futures" d'opérer avec des frais moindres que sur les marchés financiers sous-jacents. La liquidité au sens restreint, c'est-à-dire abstraction faite de la volatilité des prix, s'en trouve améliorée sur ces marchés ; le renforcement des possibilités de gestion efficiente du portefeuille;
- les marchés de "futures" facilitent le transfert et la répartition des risques entre les différents segments du marché et augmentent de ce fait l'efficacité du marché total;

- l'absence d'un marché de "futures" constitue un handicap pour le développement d'un centre financier et ne contribue pas à attirer les non-résidents qui souhaitent investir en valeurs libellées en francs belges.

Les caractéristiques d'un marché d'option sont quelque peu différentes. Il s'adresse surtout à un public qui n'est pas présent de manière permanente sur le marché. L'élément spéculatif joue de manière plus importante que sur le marché des futures. Les avantages restent cependant dans une certaine mesure analogues à condition qu'un cadre juridique équilibré soit mis en place.

De manière générale il peut également être établi que les marchés d'OF permettent de réaliser une plus grande efficacité des marchés financiers et partant de l'économie réelle. La meilleure démonstration de la raison d'être des marchés d'OF réside d'ailleurs dans le fait que des entreprises sans motivation spéculative y recourent de manière toujours plus importante. Il faut du reste attirer l'attention sur le fait que ce sont précisément les attentes spéculatives qui permettent aux marchés d'OF de manifester leurs avantages. Elles forment en effet la contrepartie nécessaire pour ceux qui veulent couvrir les risques.

Un marché belge des options et "futures" est-il nécessaire?
-------------------------------------------------------------

Le fait que les marchés d'OF créent une valeur ajoutée économique et financière appréciable n'entraîne pas nécessairement la conclusion que leur création s'impose en Belgique. Il serait en effet possible que les besoins des agents économiques belges soient raisonnablement satisfaits par les marchés financiers étrangers, ce qui est au demeurant déjà le cas maintenant. Une série d'arguments semblent à première vue plaider en défaveur d'un marché belge des options et futures.

Le marché des options de Bruxelles qui a démarré en 1985 a connu peu de succès. Les raisons doivent seulement en être cherchées dans les modalités de fonctionnement juridiquement restreintes et surtout dans le peu d'appui que cette initiative a connu en provenance des milieux boursiers et bancaires.

Un autre contre argument qui pourrait être utilisé est le fait que, dans le domaine financier, comme le souligne le dernier rapport de l'O.C.D.E., la Belgique doit se spécialiser dans les domaines où elle possède un avantage comparatif, ce qui n'est pas le cas de manière évidente pour les marchés des options et des "futures". A cet égard il convient cependant de remarquer que le critère des avantages comparatifs et de la spécialisation doit être apprécié en regard des opérations qui sont offertes sur le marché. Il est par exemple évident qu'un marché belge des options et futures peut être spécialisé dans les options sur les actions belges et dans les futures sur les emprunts de l'Etat belge.

Ce dernier point est encore renforcé par une constatation qui pourrait en même temps servir de contre-argument, à savoir le bon fonctionnement du marché EOE à Amsterdam, où les particuliers et institutions financières belges sont très présents et où ils semblent satisfaits. Le relatif bon fonctionnement de ce marché et le fait que la récente introduction d'options sur deux actions belges a été un échec pourraient servir d'argument à l'encontre d'un marché belge des options et futures.

En réalité cet essai manqué indique clairement que le meilleur endroit pour traiter les options sur actions belges est le marché domestique.

Un marché belge des options et futures n'est pas indispensable pour l'investisseur belge qui a déjà largement recours aux marchés étrangers mais il peut l'être dans une certaine mesure pour les entreprises et investisseurs professionnels, pour les pouvoirs publics et pour l'économie dans son ensemble.

Un marché actif des options d'actions belges peut accroître la liquidité des actions concernées et donc constituer un stimulant pour l'auto-financement des entreprises. Pour les entreprises et les investisseurs institutionnels, les nouvelles obligations peuvent faciliter leur stratégie d'investissement. En leur évitant d'une part les risques de changements de cours et d'autre part en renforçant la liquidité des obligations publiques. Les titres publics belges sont en effet moins liquides que les effets émis par d'autres pays, le plus souvent des pays plus grands que le nôtre. Bien que cette illiquidité a beaucoup de causes, notamment la loi fiscale sur les plus-values, on peut considérer qu'un marché de futures permettra d'accroître la liquidité et dans une certaine mesure, un financement meilleur marché des pouvoirs publics.

Pour l'économie belge dans son ensemble, outre les effets précités, on peut situer à deux niveaux les avantages d'un marché belge des options et des futures. En premier lieu un tel marché peut intéresser les investisseurs étrangers qui boudent les effets belges. C'est plus particulièrement le cas pour les titres de la dette publique belge; il est notoire qu'entre autres les investisseurs d'Extrême-Orient hésitent à souscrire à ces titres en raison de leur degré d'illiquidité. Un plus grand intérêt des investisseurs étrangers pourrait conduire à une augmentation des importations de capitaux de l'U.E.B.L., qui pourrait permettre une diminution du niveau des taux d'intérêts belges. Un tel effet n'est pas irréalisable. Il apparaît que considérées de manière structurelle les exportations de capitaux de l'U.E.B.L. sont plus importantes que dans la moyenne des autres pays industrialisés occidentaux, mais que les importations de capitaux sont nettement moins importantes. La réduction du précompte mobilier au printemps de cette année a certainement fait revenir des capitaux exportés jusqu'alors de manière importante. Il est cependant établi qu'à côté de l'action entreprise pour favoriser l'importation de capital, la création d'un marché belge des options et des futures peut également être un instrument précieux.

Il y a lieu d'autre part de considérer que, si un éventuel marché belge des options et des futures travaille de manière efficiente, le courant actuel de commissions et courtages y afférents de la Belgique vers les marchés d'options et de futures à l'étranger diminuera très fortement. Bien que le volume de ces transactions ne doit pas être exagéré, il en résultera bien évidemment un effet favorable pour l'économie belge au niveau de la balance des paiements. Last but not least, la création d'un marché des options et futures peut soutenir le développement de la place financière de Bruxelles. Cela sera certainement le bienvenu, maintenant que les banques belges ont vu diminuer leur rôle initial de leader dans le développement du marché de l'Ecu.

Pour toutes ces raisons la Section pense que la création d'un marché belge des options et des futures se justifie et conseille au Ministre des Finances d'élaborer à court terme un cadre légal adapté.

Belfox peut-il remplir le rôle d'un marché réglementé des options et des futures?

La Section a pris acte dans ce domaine de la création de la société coopérative Belfox et de l'intention de ses fondateurs d'organiser et de gérer un marché des options et des futures. Comme il s'agit ici de la construction d'un marché public, la Section pense que les pouvoirs publics ne peuvent continuer à se tenir à l'écart de cette initiative et ne lui donner aucun cadre légal.

Dans ses recommandations concernant l'initiative Belfox, la Section est partie de deux préalables :

- d'une part la Section ne peut remettre un avis que sur base des données disponibles au moment où elle le formule et elle se réserve le droit de modifier son opinion sur certains points à la lumière de nouveaux développements; l'attention est attirée sur le fait que la Section devra à nouveau discuter les textes réglementaires, au moment où le projet de loi sur les transactions financières et les marchés financiers sera voté par le Parlement;
- d'autre part la Section, comme déjà suggéré ci-dessus, n'a pas voulu se pencher sur les modalités quotidiennes de fonctionnement de Belfox.

Puisque les modalités de gestion par Belfox d'un marché des options et des futures n'ont pas encore reçu une forme définitive, l'avis de la Section sur la question ne doit pas non plus être considéré comme une prise de position définitive mais plutôt comme un préjugé favorable ou défavorable sur plusieurs aspects importants. Tenant compte de ceci, la Section recommande au Ministre des Finances de prendre contact avec la direction de Belfox, ainsi qu'avec les principaux partenaires concernés, afin de préparer le futur cadre légal ainsi que les mesures de stimulation à adopter pour permettre le développement par Belfox d'un marché des options et des futures. Outre ce préjugé favorable à la mise en service par Belfox d'un marché des options et des futures, la Section émet les remarques suivantes.

En premier lieu Belfox semble la seule initiative à attendre dans un futur prévisible pour le démarrage d'un marché des options et des futures. A noter que le marché potentiel belge n'est pas suffisamment large pour permettre plusieurs marchés d'options et de futures. Cette assertion est encore renforcée par l'exemple français, où les deux bourses d'options (MATIF et OMF) ont été il y a quelque temps fusionnées, et par l'exemple britannique, où le LIFFE et les LTOM vont être rassemblés.

En second lieu les fondateurs et les participants à Belfox semblent avoir une expérience suffisante, aussi bien en terme financier qu'au niveau des moyens humains. Dans ce contexte, il peut aussi être relevé que l'initiative d'un large support repose dans les mains des institutions financières.

En outre plusieurs des institutions financières belges qui participent à Belfox, sont déjà d'importants "Public Order Members" de l'EOE à Amsterdam et possèdent donc déjà une importante clientèle belge.

Il convient aussi d'être réaliste dans ses ambitions. L'activité de Belfox devrait démarrer avec 5 à 6 contrats d'options sur actions belges et futures sur obligations publiques belges. Ainsi les options sur devises et les Ecu-futures seraient écartées.

A noter aussi que la structure "légère" dont s'est dotée Belfox (avec par exemple un système de Trading électronique et une équipe limitée de management) est un élément très positif en ce qui concerne la compétitivité. La même chose peut être dite en ce qui concerne le système mis en route de clearing.

La Section s'est également préoccupée de plusieurs aspects de la protection des investisseurs privés. Elle a accueilli favorablement l'intention de Belfox d'appliquer un strict respect des marges. En outre le système planifié de clearing doit accroître la sûreté, et par là la protection des investisseurs dans le déroulement de ses opérations. Belfox doit aussi, sur le modèle de l'EOE, mettre à la disposition des investisseurs privés une brochure avec une bonne information de base sur les options disponibles.

<b>Belfox doit-il être reconnu comme une autorité de marché?</b>
------------------------------------------------------------------

S'il est supposé que le projet de loi sur les transactions financières et les marchés financiers est adopté dans sa version actuelle, deux chemins sont théoriquement grosso modo ouverts pour fixer un cadre réglementaire. Ou bien le marché des options et des futures peut devenir un marché officiel, qui est intégré à une des quatre bourses de valeurs du Royaume, plus particulièrement la Bourse de valeurs de Bruxelles, et ceci avec des modalités de fonctionnement, de structure et de contrôle parallèles à celles des marchés existants.

Etant donné le fait que ce n'est clairement pas ce type de cadre légal qui a été au centre des travaux des groupes de travail Maystadt I et II, la Section pense que cette voie, bien qu'elle soit théoriquement possible, n'est pas à recommander. Comme les exemples étrangers le montrent, un marché des options et des futures a ses caractéristiques spéciales qui nécessitent un degré de flexibilité que l'intégration dans une bourse de valeur belge (qui en plus ne repose pas sur une autorégulation comme par exemple les bourses du Royaume-Uni et des Etats-Unis) n'assurera pas. En outre pour des raisons structurelles la transposition à Belfox des règles des Bourses de valeurs sera très difficile.

C'est pourquoi la Section recommande la seconde voie, à savoir l'octroi à Belfox d'un marché reconnu. Cela serait plus conforme avec le caractère de Belfox, qui est né comme une initiative privée. Mais surtout le statut d'un marché reconnu offrirait une plus grande souplesse du cadre légal, ce qui selon la Section est souhaitable. Dans cette optique il serait logique que l'autorité boursière soit reconnue à Belfox pour le marché des options et futures.

D'autre part il apparaît qu'une véritable autorégulation doit être rejetée pour au moins deux raisons. En premier lieu elle serait impossible sur base du projet de loi sur les transactions financières et les marchés financiers. Elle signifierait en effet que le Roi abandonnerait de facto à Belfox le pouvoir réglementaire que le projet

lui confie, ce qui selon les juristes n'est pas acceptable. En deuxième lieu une telle autorégulation signifierait une trop grande rupture par rapport à la philosophie de base que le législateur dans l'état actuel des discussions du projet de loi pour les marchés financiers veut retenir. Dans ce cadre il apparaît logique que le contrôle prudentiel des participants au marché des options et des futures soit confié à la Commission bancaire et financière.

La Section met l'accent sur le fait qu'un équilibre doit être recherché entre d'une part une certaine souplesse en ce qui concerne les modalités de fonctionnement du marché des options et des futures et d'autre part l'établissement des règles nécessaires pour éviter des spéculations malsaines qui non seulement peuvent avoir des effets néfastes pour les participants au marché mais aussi pour le marché lui-même et pour l'économie dans son ensemble.