



C.S.F./91/9.def.

AVIS DE LA SECTION "INSTITUTIONS ET MARCHES FINANCIERS"
SUR L'ORGANISATION DES MARCHES DES OBLIGATIONS
LINEAIRES (OLO) ET DES CERTIFICATS DE TRESORERIE

Par sa lettre du 12 décembre 1990 au Président de la section "Institutions et marchés financiers" le Ministre des Finances a demandé que la section fournisse un avis urgent sur l'organisation du marché des obligations linéaires (OLO) et en particulier sur les informations que devront communiquer les teneurs de marché (primary dealers) à partir du moment où leurs activités débiteront. Le Ministre attire l'attention sur le fait que dans la situation actuelle, aux termes de l'article 25 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, toutes les transactions en obligations supérieures à 25 millions qui s'effectuent hors bourse doivent être immédiatement communiquées à la Commission de la Bourse alors qu'une telle obligation est incompatible avec le fonctionnement normal du marché organisé par les primary dealers. Le Ministre suggère que ce marché pourrait être considéré comme un nouveau marché dont l'organisation peut être réglée par arrêté royal et qui peut être exempté du devoir de notification précité. L'organisation de nouveaux marchés nécessite cependant, aux termes de l'article 67 de la loi précitée un avis préalable de la Commission bancaire et financière et du Conseil Supérieur des Finances.

Lors de la réunion du 16 janvier 1991, la section s'est penchée sur la demande du Ministre. Elle est arrivée à la conclusion que le marché des obligations linéaires dont l'élément principal est l'affichage de cotation sur écran (de type Reuters ou Telerate) doit en effet être considéré comme un nouveau marché, qui peut par conséquent être organisé par arrêté royal. La section est d'avis que dans ce cadre il est recommandé de dispenser ce marché de son obligation de notification immédiate. Il est néanmoins clair que, même si les transactions des primary dealers remplissent un rôle central, les modalités de l'organisation du nouveau marché devraient s'appliquer à tous les opérateurs actifs sur ce marché.

Les arguments qui ont amené la section à cet avis sont de nature juridique mais ils tiennent aussi à la nature du marché considéré. Juridiquement, la section partage le raisonnement développé par le Président de la Commission bancaire et financière au sujet du problème en question dans sa lettre au Ministre des Finances, dont la section a pris connaissance. Elle est plus précisément d'avis que l'article 70 §1 4° de la loi du 4 décembre 1990 offre l'espace juridique nécessaire pour dispenser le marché d'obligations linéaires de l'obligation de notification immédiate prévue par l'article 25 pour les transactions de plus de 25 millions de francs.

La section souligne également l'importance des arguments qui tiennent à la nature même de ce marché. D'une part, le devoir d'information immédiate est inconciliable avec le fonctionnement normal d'un marché d'obligations linéaires tel qu'envisagé. Ainsi, l'obligation de notification immédiate aurait pour conséquence que les différentes parties intéressées pourraient obtenir de manière inadmissible des informations sur les positions commerciales et sur les stratégies des participants au marché, ce qui porterait atteinte à son équilibre et risquerait d'en réduire la liquidité.

D'autre part, la dispense de l'obligation de notification immédiate n'implique nullement l'abandon de l'exigence de transparence du marché concerné : la Section estime en effet qu'une transparence suffisante doit être garantie. Il convient à cet égard de considérer la situation de manière pragmatique et dans son ensemble. La transparence requise concerne tant les niveaux de prix que les volumes traités. En ce qui concerne les prix, l'existence d'un marché dont les cotations sont affichées en permanence constitue en soi une garantie suffisante de transparence dans la mesure où est imposée l'obligation d'afficher des cotations fermes, réalistes et crédibles avec des "spreads" réduits au minimum. Or cette obligation vient d'être imposée par le code de bonne conduite adopté en exécution du cahier des charges relatif à l'activité des "primary dealers".

La Section pense qu'une transparence suffisante des prix serait atteinte si en outre une publication journalière des taux de référence indicatifs de la journée était organisée par la Banque nationale.

En ce qui concerne les volumes échangés, la Section est d'avis, qu'en vue de réaliser la transparence, la Banque nationale devrait publier journalièrement les volumes globaux, notifiés ou réglés par valeur traitée, ainsi que le nombre d'opérations effectuées et ce sur base des informations du système de clearing prévu.

Pour toute clarté, la Section souligne que toutes les informations en question ne devraient pas seulement concerner les "primary dealers" mais tous les professionnels du marché.

Pour ce qui est des délais de notification, il faut veiller, dans la mesure où cela est compatible avec les caractéristiques du marché, à réduire au minimum le délai dont disposent les participants avant de notifier leurs transactions au système de clearing.

*

*

*

Vu le parallélisme étroit, voulu par le Ministre, entre la réorganisation des opérations en obligations linéaires (OLO) et en certificats de Trésorerie, la Section pense devoir attirer l'attention du Ministre sur quelques aspects de la nouvelle organisation du marché des certificats de Trésorerie.

La Section pense que les certificats de Trésorerie sont des valeurs mobilières citées à l'article 1, §1, 5° de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers. En conséquence, l'organisation des opérations sur ces certificats peut être considérée comme un nouveau marché, pour lesquels le Roi peut, sur base des articles 67 et suivants de la loi précitée du 4 décembre 1990, prévoir une réglementation spécifique.

Vu le parallélisme étroit que le Ministre souhaite, à juste titre, introduire entre les deux marchés, la Section suggère au Ministre d'établir une réglementation aussi

proche que possible du marché hors-bourse des obligations linéaires (OLO). La transparence du marché doit être une donnée cruciale de cette réglementation. Plus spécifiquement, l'avis de la Section est qu'il convient sur ce plan d'appliquer aux certificats de Trésorerie les règles précitées relatives aux obligations linéaires.