



HRF/90/N5

ADVIES VAN DE AFDELING "FINANCIELE INSTELLINGEN EN MARKTEN"  
BETREFFENDE DE CREATIE VAN EEN BELGISCHE OPTIE- EN FUTURESMARKT

Inleidende overwegingen

Bij de installering van de voltallige Hoge Raad van Financiën in haar nieuwe samenstelling op 8 maart jongstleden, heeft de Minister van Financiën gesuggereerd dat de Afdeling Financiële Instellingen en Markten hem een advies zou kunnen verstrekken over de ontwikkeling van nieuwe effectenmarkten of markten voor nieuwe financiële instrumenten. Als gevolg hiervan heeft de Afdeling in haar vergadering van 7 mei 1990 beslist een advies uit te brengen over de oprichting van een Belgische optie- en futuresmarkt. Dit advies dringt zich des te meer op, daar in januari 1990 door enkele Belgische banken en de Beurscommissie van de Beurs van Brussel een coöperatieve vennootschap "Belfox" werd opgericht, die begin 1991 met een optie- en futuresmarkt zou willen van start gaan.

Zelfs indien het wetsontwerp op de financiële transacties en de financiële markten op het ogenblik dat onderhavig advies wordt uitgebracht, nog niet door beide kamers is goedgekeurd, vindt de Afdeling dat het onmogelijk is om van de belangrijkste bepalingen van dit ontwerp abstractie te maken. Verscheidene bepalingen van deze wet kunnen immers in sterke mate het ontstaan, de vorm en de inhoud van een eventuele OF-markt conditioneren. Overigens heeft de Afdeling huidig advies als een prefiguratie beschouwd van de expliciete adviesbevoegdheid die haar in art. 59 en art. 67 van het wetsontwerp worden toegekend. Deze artikelen maken de inwinning van het advies van de Hoge Raad verplicht, onder meer wanneer de Koning andere markten voor effecten of markten voor andere financiële instrumenten wil oprichten. Deze beschikking betreft dus ook de oprichting van een OF-markt.

Vermits de essentiële taak van de Hoge Raad, bevestigd door een gevestigde traditie, erin bestaat de Minister van Financiën adviezen te verstrekken die hem kunnen toelaten beleidsoriëntaties vast te leggen of bij te sturen, heeft de Afdeling het haar plicht gevonden om een advies te geven vóór de redactie van eventuele reglementerende teksten betreffende een OF-markt in een beslissende fase is terechtgekomen. Dit verhindert niet dat op basis van art. 67 van het reeds vernoemde wetsontwerp de Afdeling op zeker ogenblik zal geroepen zijn om ook over deze reglementerende teksten een advies uit te brengen.

De Afdeling heeft zich in onderhavig advies willen beperken tot de formulering van enkele algemene beleidsoriëntaties. De uitwerking van praktische modaliteiten en praktische regelingen behoort noch tot de opdracht, noch tot de bevoegdheid van de Hoge Raad. Wat de OF-markt betreft, zou dit trouwens tot een onproductieve overlapping leiden met de werkzaamheden van andere fora of organen, met name de werkgroepen Maystadt I en II.

Bij de opstelling van haar advies is de Afdeling ervan uitgegaan dat teneinde tot beleidsaanbevelingen met betrekking tot de creatie van een Belgische OF-markt te komen, enkele vragen dienen beantwoord te worden.

<p>Heeft een OF-markt economisch-financieel gezien een toegevoegde waarde ?</p>
---

Deze vraag is niet louter academisch. De functionering van OF-markten bevat ontegensprekelijk een aanzienlijk speculatief element. De vraag kan dan ook rijzen of dit niet van aard is het door de overheden gevoerde macro-economisch stabilisatiebeleid, met name het monetair beleid, te doorkruisen. Dit argument zou aan kracht kunnen winnen in het licht van de latente financiële instabiliteit die zich de jongste jaren op wereldvlak heeft voorgedaan, en waarvan de beurskrach van de herfst van '87 een uiting was. Het lijkt er met name op dat hoofdzakelijk om deze reden b.v. de overheden in de Duitse Bondsrepubliek het ontstaan van een OF-markt slechts tamelijk laat hebben gedoogd, in tegenstellingen tot bepaalde andere, ons omringende landen.

De Afdeling houdt terdege rekening met de risico's die de OF-markten inhouden om speculatiegolven te veroorzaken of te accentueren. Toch meent ze dat zij een aantal voordelen bieden die opwegen tegen de potentiële nadelen. Hierbij dient een onderscheid gemaakt tussen futures en opties. Een futuresmarkt richt zich in essentie tot een beroepspubliek en zal meestal contracten verhandelen met een aantal (overheids)obligaties als onderliggende waarde.

Een dergelijke markt biedt een aantal voordelen ;

- door de standaardisatie van de contracten en de automatisering van de operaties kan men op futuresmarkten werken met lagere kosten dan op de onderliggende financiële markten. De liquiditeit in de enge zin, d.w.z. abstractie gemaakt van de prijsvolatiliteit, van deze markten wordt erdoor bevorderd ; de mogelijkheden voor een efficiënt portefeuillebeheer worden versterkt ;
- futuresmarkten vergemakkelijken de overdracht en de spreiding van risico's tussen verschillende marktpartijen en verhogen op die wijze de efficiëntie van de totale markt ;

- het niet-bestaan van een futures-markt is een handicap voor de ontwikkeling van een financieel centrum en is een negatieve indicatie voor een niet-resident die wenst te beleggen in effecten luidend in Belgische frank.

Bij de optiemarkt liggen de zaken enigszins anders. Zij richt zich veelal tot een publiek dat niet permanent aanwezig is op de markt. Het speculatieve element is in belangrijker mate aanwezig dan op de futuresmarkt, al blijven dezelfde voordelen in zekere mate geldig mits het uitbouwen van een evenwichtig juridisch statuut.

Algemeen gezien kan dan ook worden gesteld dat OF-markten een instrument zijn van een grotere efficiëntie van de financiële markten, en daarmee ook van de reële economie. Het beste bewijs van de bestaansreden van OF-markten is trouwens dat bedrijven zonder speculatieve drijfveren er in steeds grotere mate beroep op doen. Overigens moet de aandacht erop getrokken worden dat het bestaan van speculatieve verwachtingen juist toelaat om de voordelen van OF-markten te laten spelen; zij vormen immers de noodzakelijke tegenpartij voor de vragers naar risicodekking.

#### Is een Belgische OF-markt nodig ?

De vaststelling dat OF-markten een aanzienlijke financieel-economische toegevoegde waarde hebben leidt nog niet noodzakelijk tot de conclusie dat de creatie van een Belgische OF-markt zich opdringt. Het is best mogelijk dat de behoeften van Belgische economische agenten even goed op buitenlandse markten zouden kunnen voldaan worden, temeer daar dit nu reeds het geval is. Een aantal argumenten lijken op het eerste gezicht eerder tegen een Belgische OF-markt te pleiten.

De Brusselse optiemarkt die in 1985 van start ging, kende weinig succes. De oorzaken moeten niet alleen gezocht worden in de beperkte wettelijke functioneringsmodaliteiten maar vooral in de geringe steun die het initiatief kende in de beurs- en bankwereld.

Verder zou ook als tegenargument kunnen worden gebruikt het feit dat, zoals het vorige OESO-rapport onderstreept, België zich op financieel gebied zou moeten specialiseren in die domeinen waar het comparatieve voordelen heeft, wat inzake een OF-markt niet evident is. Hierop dient echter opgemerkt dat het criterium van comparatieve voordelen en specialisatie moet beoordeeld worden t.a.v. de verrichtingen die op de OF-markt worden aangeboden. Het is bv. duidelijk dat een Belgische OF-markt specialistisch kan zijn in opties op Belgische aandelen en futures op Belgische staatsobligaties.

Dit laatste wordt nog onderstreept door een vaststelling die tegelijkertijd als a contrario-argument zou kunnen dienen: het goed functioneren van de EOE-markt in Amsterdam, waar Belgische particulieren en financiële instellingen nadrukkelijk aanwezig zijn, blijktbaar tot hun tevredenheid. Het relatief goed functioneren van deze markt en het feit dat de recente introductie van opties op twee Belgische aandelen een mislukking werd, zou als argument tegen een Belgische OF-markt kunnen worden beschouwd. In werkelijkheid onderlijnen de mislukte introducties het feit dat opties op Belgische aandelen het best op hun thuismarkt worden verhandeld.

Een Belgische OF-markt is niet noodzakelijk voor de Belgische belegger die al in ruime mate aan bod komt in het buitenland, maar in zekere mate wel voor de Belgische bedrijven, professionele beleggers, de overheid en de economie als geheel. Een actieve handel in opties op Belgische aandelen kan de liquiditeit in de enge zin van de betrokken aandelen verhogen en dus een zekere stimulans betekenen voor de zelffinanciering van de ondernemingen. Voor de bedrijven en de institutionele beleggers kunnen de futures op obligaties de beleggingsstrategie verlichten enerzijds door de mogelijkheid koersrisico's te ontwijken en anderzijds door de verhoogde liquiditeit van de overheidsobligaties. Het Belgische overheidspapier is inderdaad minder liquide dan de effecten uitgegeven door bepaalde andere, meestal grotere, landen. Al kan worden gesteld dat deze illiquiditeit vele oorzaken heeft, o.m. de fiscale wetgeving op de meerwaarden, toch kan het bestaan van een futuresmarkt leiden tot een verhoogde liquiditeit en, in zekere mate, tot een goedkopere financiering van de overheid.

Voor de Belgische economie als geheel situeren de voordelen van de Belgische OF-markt, buiten de reeds vermelde effecten, zich wellicht op twee vlakken. Ten eerste kan een Belgische OF-markt ook de interesse van buitenlandse beleggers wekken voor Belgische effecten. Dit is meer speciaal het geval voor Belgisch staatspapier; het is notoir dat o.m. beleggers uit het Verre Oosten aarzelen om in dit papier te treden omwille van de graad van illiquiditeit. Een grotere belangstelling van buitenlandse beleggers zou kunnen leiden tot een verhoogde kapitaalvoer in de BLEU, die tot een daling van het Belgische rentepeil zou kunnen leiden. Dergelijk effect is niet onhaalbaar. Het blijkt dat structureel gezien de kapitaalvoer van de BLEU niet groter is dan het gemiddelde van andere Westerse industrielanden, maar dat de kapitaalvoer duidelijk lager ligt. De verlaging van de roerende voorheffing in het voorjaar van dit jaar heeft duidelijk de kapitaalvoer tot nog toe sterk doen teruglopen. Het is echter aangewezen ook aan de zijde van de kapitaalvoer actie te ondernemen en de creatie van een Belgische OF-markt kan hierbij een nuttig instrument zijn.

Anderzijds moet er de aandacht worden op gevestigd dat, indien een eventuele Belgische OF-markt efficiënt zou werken, de huidige stroom van commissielonen en aanverwante vergoedingen vanuit België naar OF-markten in het buitenland sterk kan verminderen. Alhoewel de omvang hiervan niet moet overdreven worden, is dit om evidente redenen een nuttige zaak voor de Belgische economie in haar geheel, met name voor de betalingsbalans. Last but not least kan de creatie van een OF-markt de plaats van Brussel als financieel centrum ondersteunen. Dit zou zeker welkom zijn, nu de Belgische banken hun aanvankelijke leidersrol bij de ontwikkeling van de ECU-markt hebben zien verminderen.

Om al deze redenen meent de Afdeling dat de creatie van een actieve Belgische OF-markt kan worden verantwoord en adviseert zij de Minister van Financiën op korte termijn een aangepast regelgevend kader te ontwikkelen.

<p>Kan Belfox de rol van geregementeerde OF-markt vervullen ?</p>
---

De Afdeling heeft in dit verband akte genomen van de oprichting van de coöperatieve vennootschap Belfox en van de intentie van de oprichters om Belfox een OF-markt te laten organiseren en beheren. Vermits het hier om de uitbouw van een publieke markt gaat, meent de Afdeling dat het ondenkbaar is dat de overheid afzijdig zou kunnen blijven van dit initiatief en geen regelgevend kader zou scheppen.

In haar overwegingen t.a.v. het Belfox-initiatief, is de Afdeling van twee prealabelen vertrokken :

- enerzijds heeft de Afdeling slechts kunnen oordelen op basis van de gegevens waarover zij op het ogenblik van haar advies kon beschikken en zij behoudt zich dan ook het recht voor om in het licht van nieuwe ontwikkelingen haar mening t.a.v. bepaalde punten te wijzigen; hierbij dient de aandacht gevestigd op het feit dat de Afdeling zich opnieuw t.a.v. reglementaire teksten zal moeten uitspreken, tenminste indien het wetsontwerp op de financiële transacties en de financiële markten op dat ogenblik in voege is;
- anderzijds heeft de Afdeling zich, zoals hierboven reeds gesuggereerd, niet willen buigen over de dagelijkse werkingsmodaliteiten van Belfox.

Vermits de modaliteiten van de door Belfox te beheren OF-markt nog geen definitieve gestalte hebben gekregen, moet onderhavig advies van de Afdeling dan ook niet als een definitieve stellingname maar eerder als een gunstig of ongunstig vooroordeel t.a.v. bepaalde belangrijke aspecten worden opgevat. Hiermee rekening gehouden beveelt de Afdeling de Minister van Financiën aan om met de leiding van Belfox, evenals de belangrijkste belanghebbende partijen, contacten met het oog op de totstandkoming van een regelgevend kader te leggen en zo nodig andere, stimulerende maatregelen met het oog op een door Belfox beheerde OF-markt te nemen. Bij dit gunstige vooroordeel t.a.v. de door Belfox gepropageerde OF-markt heeft de Afdeling zich door meerdere overwegingen laten leiden.

Ten eerste lijkt Belfox het enige initiatief dat in de voorzienbare toekomst i.v.m. de opstarting van een Belgische OF-markt te verwachten is. Hierbij moet aangetekend worden dat het Belgische marktpotentieel niet bijzonder breed is voor meerdere OF-markten. Dit wordt nog geïllustreerd door het voorbeeld van Frankrijk, waar de twee optiebeurzen (MATIF en OMF) enige tijd geleden werden gefusioneerd, en het Britse voorbeeld, waar de LIFFE en de LTOM zullen worden samengevoegd.

Ten tweede lijken de oprichters van en deelnemers aan Belfox een voldoende ernstige inspanning te leveren, zowel in termen van ter beschikking gestelde financiële als menselijke middelen. In dat verband kan ook worden opgemerkt dat het initiatief op een redelijk brede support bij de financiële instellingen berust.

Verder is het zo dat verscheidene Belgische financiële instellingen die aan Belfox deelnemen, reeds belangrijke Public Order Members zijn aan de EOE in Amsterdam en als dusdanig reeds over een belangrijk Belgisch cliënteel beschikken.

Ook lijkt te worden uitgegaan van realistische ambities. De activiteit van Belfox zou opgestart worden met 5 à 6 opties op Belgische aandelen en futures op Belgische staatsobligaties. Zo werden valuta-opties en ECU-futures wijselijk buiten beschouwing gelaten.

Verder lijkt de "lichte" structuur die aan Belfox wordt meegegeven (met bv. een electronic trading system en een beperkte managementploeg) eerder een positief element m.b.t. de competitiviteit. Hetzelfde kan gezegd worden van het gepropageerde clearingstelsel.

De Afdeling heeft ook aandacht geschonken aan enkele aspecten die de bescherming van de particuliere belegger betreffen. Zij verwelkomt met name de intentie van Belfox om een strikt respect van de margins toe te passen. Verder moet ook het geplande clearingstelsel de zekerheid van de belegger over de afwikkeling van zijn transactie, en daarmee zijn bescherming, vergroten. Ook zou Belfox, naar het model van de E.O.E., een brochure ten behoeve van de particuliere belegger met een goede basisinformatie over de optiehandel ter beschikking stellen.

<p>Moet Belfox als beursautoriteit worden erkend?</p>
---

Indien er van uitgegaan wordt dat het wetsontwerp op de financiële transacties en de financiële markten in zijn huidige versie wordt goedgekeurd, liggen bij de vaststelling van een reglementair kader grosso modo theoretisch twee wegen open. Ofwel zou de OF-markt een officiële markt kunnen worden, die integrerend deel uitmaakt van één van de vier effectenbeurzen van het Rijk, met name de Effectenbeurs van Brussel, en dit volgens parallelle functionerings-, structuur- en controlemodaliteiten als bij de bestaande markten.

Afgezien van het feit dat het blijkbaar niet dit soort regelgevend kader is waarop de werkzaamheden in de werkgroepen Maystadt I en II gebaseerd zijn, meent de Afdeling dat deze weg, alhoewel theoretisch mogelijk, niet aan te bevelen is. Zoals de buitenlandse voorbeelden trouwens illustreren, heeft een OF-markt door haar speciale karakteristieken nood aan een graad van flexibiliteit die de inschakeling in een Belgische Effectenbeurs (die overigens niet zoals bv. de beurzen in het V.K. en de V.S. op zelfregulering is gesteund) zal ontnemen. Daarbij komt nog dat ook om structurenredenen de transpositie van de regels van de Effectenbeurs op Belfox zeer moeilijk is.

Daarom beveelt de Afdeling aan om de tweede weg te volgen, namelijk het toekennen aan Belfox van het statuut van een erkende markt. Dit zou beter stroken met de aard van Belfox, dat als een privé-initiatief ontstaan is. Maar vooral zou het statuut van erkende markt een grotere soepelheid van het regelgevend kader toelaten, iets wat volgens de Afdeling gewenst is. In die optiek lijkt het logisch en verantwoord dat Belfox als marktautoriteit van de OF-markt zou worden erkend.

Anderzijds lijkt een echte zelfregulering te moeten worden uitgesloten, ondermeer om twee redenen. Vooreerst zou zij op basis van het wetsontwerp betreffende de financiële transacties en de financiële markten onmogelijk zijn. Zij zou immers betekenen dat de Koning de verordeningsbevoegdheid die hem in het ontwerp wordt toebedeeld de facto aan Belfox zou vervreemden, wat volgens de gevestigde rechtspraak niet houdbaar zou zijn. Ten tweede zou dergelijke zelfregulering een te grote, niet te verantwoorden breuk betekenen met de basisfilosofie die de wetgever volgens de huidige stand van de besprekingen van vernoemd wetsontwerp voor de financiële markten wil aanhouden. In dit kader lijkt het overigens logisch dat de prudentiële controle op de OF-marktdeelnemers aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen wordt toevertrouwd.

De Afdeling legt er de nadruk op dat een evenwicht moet worden nagestreefd tussen enerzijds een zekere soepelheid inzake de werkingsmogelijkheden van de OF-markt en anderzijds de vaststelling van de nodige regels om ongezonde speculaties te vermijden die niet alleen nefast kunnen zijn voor de marktparticipanten maar ook voor de markt zelf en voor de economie als geheel.