

## BULLETIN DE PARIS No. 2006 – 12

DATE DE PUBLICATION: 14 mars 2006

### **POLITIQUE HARMONISÉE DE GESTION DES TRANSACTIONS À COURS ABERRANTS ET DES TRANSACTIONS ERRONÉES.**

### **CONSULTATION DES MEMBRES DU MARCHÉ.**

#### **Sommaire :**

Ce Bulletin invite les membres à donner leur avis sur un projet d'harmonisation des Règles et des Procédures de Négociation de tous les marchés d'Euronext.liffe concernant la gestion des transactions à cours aberrants et des transactions erronées.

#### **1. Introduction**

- 1.1 Dans la continuité de sa volonté d'harmoniser les produits et services de tous ses marchés, Euronext.liffe a procédé à l'harmonisation des caractéristiques de ses contrats et de ses procédures d'applications et de négociation hors carnet. Euronext.liffe entend maintenant définir une approche commune pour le traitement des transactions à un cours aberrant et des transactions erronées, dans le but d'une plus grande standardisation de ses Règles et de ses Procédures de Négociation. La politique proposée ici concerne les annulations de transactions qui ont causé ou ont contribué à causer une distorsion substantielle de prix ou des conditions de marché désordonnées, qu'elles aient été exécutées ou non par erreur, autant que les transactions erronées qui n'ont pas eu de tels effets sur le marché.
- 1.2 Cette politique harmonisée vise à assurer plus d'objectivité (et donc de limiter les possibilités d'interprétation d'Euronext.liffe) et à fournir plus de certitude aux intervenants quant à l'éventualité d'une annulation de transactions sur les produits dérivés par Euronext.liffe tout en aidant Euronext.liffe, par la même occasion, à assurer le bon fonctionnement d'un marché organisé.
- 1.3 Dans ce Bulletin, les termes "transactions à un cours aberrant" et "transactions erronées" s'entendent comme suit :

Web site: [www.euronext.com/derivatives](http://www.euronext.com/derivatives)

The **Euronext Derivatives Markets** ("Euronext.liffe") include the markets for derivatives operated by Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon, Euronext Paris and LIFFE Administration and Management, referred to respectively as the Amsterdam, Brussels, Lisbon, Paris and London markets.

- (a) Transactions à un cours aberrant - transactions qu'Euronext.liffe considère comme ayant causé ou contribué à causer une distorsion substantielle de prix ou qui a nui au bon fonctionnement du marché, qu'il y ait eu ou non une erreur dans son exécution<sup>1</sup>; et
  - (b) Transactions erronées - transactions pour lesquelles une erreur a été commise par une ou plusieurs contreparties mais qui n'ont pas causé ou contribué à causer une distorsion substantielle de prix ou des conditions de marché désordonnées.
- 1.4 Le but de ce Bulletin est de recueillir les commentaires des membres sur un projet d'harmonisation des règles de gestion des transactions à cours aberrants et des transactions erronées.
- 1.5 Les membres voudront bien noter que les propositions contenues dans ce Bulletin, ainsi que tous les changements potentiels correspondants des Règles et Procédures de Négociation, sont conditionnés au préalable à l'accord des régulateurs d'Euronext.liffe.

## **2. Contexte**

- 2.1 Les marchés d'Euronext.liffe fonctionnent sur le principe fondamental que l'acceptation d'une offre ou d'une demande forme une transaction entre les membres concernés et que cette transaction est ferme et irrévocable. Cette certitude de la transaction est essentielle au bon fonctionnement du marché et à la confiance que les participants placent dans celui-ci.
- 2.2 Les dispositions prises pour assurer la certitude de la transaction sont complétées par un ensemble de mesures destinées à limiter l'éventualité d'un cours aberrant ou d'une transaction erronée. Ces mesures incluent la fonctionnalité de limite de prix dynamique de LIFFE CONNECT® (telle qu'expliquée en section 3 plus loin), de même que la partie des procédures et recommandations d'Euronext.liffe se rapportant à la gestion du risque pré-transaction ainsi qu'aux systèmes et moyens de contrôle de gestion des ordres chez les membres.
- 2.3 Néanmoins, malgré l'importance de ces mesures préventives, aucun ensemble de mesures ne peut prémunir totalement contre des transactions erronées ou à des cours aberrants sans gêner de manière inacceptable les méthodes légitimes d'intervention des participants du marché et perturber le déroulement normal de la négociation. Euronext.liffe estime donc qu'en complément des mesures préventives des mesures correctrices doivent être mises en place qui, lorsque cela s'avère nécessaire et approprié, peuvent être utilisées pour annuler des transactions erronées ou à cours aberrants.

## **3. Transactions à cours aberrants**

- 3.1 A l'heure actuelle, les différents marchés d'Euronext.liffe utilisent des approches différentes vis-à-vis des transactions à cours aberrants. Sur le marché de Paris, par exemple, Euronext.liffe utilise des limites d'annulation pour tous ses contrats, à l'intérieur desquelles les transactions ne pourront être annulées. De plus, les transactions exécutées en dehors de ces limites ne pourront être annulées qu'à la demande de l'une des contreparties à la transaction. Ces demandes doivent être faites dans les quinze minutes qui suivent la transaction et Euronext.liffe dispose de trente minutes supplémentaires pour décider ou non de l'annulation de cette transaction. Si la transaction est annulée, le membre qui en a fait la

---

<sup>1</sup> La définition d'une transaction aberrante n'englobe pas les transactions d'un volume exceptionnel sauf dans le cas où leur exécution cause ou contribue à causer une distorsion de prix ou nuit au bon fonctionnement du marché.

demande se verra facturer €250. L'approche du marché belge correspond au même principe, même si certains détails diffèrent.

- 3.2 Inversement, l'approche des marchés de Londres et de Lisbonne des transactions à cours aberrants veut que ce soit l'entreprise de marché qui détermine s'il faut annuler ou non une transaction sur la base de critères définis dans les Procédures de Négociation.
- 3.3 Enfin, le marché d'Amsterdam utilise des intervalles équivalents aux limites de prix (des ordres) de chaque contrat. Ceci implique qu'il ne devrait y avoir besoin d'annuler une transaction pour cours aberrant que lorsque les limites de prix ne sont pas activées, par exemple au moment de la phase d' « uncrossing » à l'ouverture du marché. De plus, et contrairement à l'approche adoptée par les autres marchés d'Euronext.liffe, à Amsterdam et à Paris une patte d'une stratégie peut être annulée et l'autre patte conservée si une seule patte est considérée comme ayant été effectuée à un prix anormal, malgré le fait que ceci peut laisser le membre concerné en position de risque.

#### **4. Transactions erronées**

- 4.1 Les marchés d'Euronext.liffe utilisent actuellement une approche globalement harmonisée des transactions erronées par laquelle un membre qui a effectué une négociation erronée sur un contrat d'option d'Euronext.liffe peut contacter la Surveillance des Marchés et demander l'annulation de la transaction. La Surveillance des Marchés contacte alors la contrepartie concernée (en respectant l'anonymat) et, en cas d'accord de la contrepartie, annule la transaction d'options en question. Les transactions erronées seront annulées dans ces conditions même si les prix se situent dans les limites de prix correspondantes. L'approche des divers marchés ne diffère que par le fait qu'un délai maximum est imposé pour ces demandes par tous les marchés à l'exception de Londres et par le prélèvement sur Paris d'une facturation de €250 au membre qui a effectué la demande d'annulation.
- 4.2 La possibilité d'annulation sur consentement mutuel des transactions erronées n'est pas disponible pour les contrats à terme fermes d'Euronext.liffe. En effet, des facteurs tels que les prix implicites entre marchés de stratégie et marchés simples impliquent qu'il peut y avoir un grand nombre de contreparties à chaque transaction sur contrat ferme, rendant ainsi cette démarche impropre pour ces contrats.
- 4.3 L'approche d'Euronext.liffe des transactions erronées fonctionne en parallèle de la procédure de correction d'erreur, qui s'applique de manière harmonisée pour tous les contrats, n'implique pas l'annulation de transactions, et se trouve donc en dehors du champ de cette consultation.
- 4.4 Le but de cette consultation est de solliciter les membres sur ce qui constitue, à leur avis, les éléments les plus efficaces de chacune des approches existantes afin de définir une politique harmonisée unique de gestion des transactions erronées ou à cours aberrants pour tous les marchés d'Euronext.liffe.

#### **5. Limites de Prix**

- 5.1 Le système dynamique de détermination de limites de prix de LIFFE CONNECT® empêche les erreurs manifestes au niveau de l'entrée des ordres et, ce faisant, protège habituellement les membres et le marché dans son ensemble des erreurs de saisie de prix qui se produisent inévitablement sur un marché automatisé.

- 5.2 LIFFE CONNECT<sup>®</sup> génère des limites de prix en temps réel et rejette les ordres soumis hors limites (ainsi des cours acheteurs à un prix au-dessus de la “limite acheteuse” et des cours vendeurs à un prix au dessous de la “limite vendeuse”).
- 5.3 Pour les contrats fermes, le calcul des limites de prix de l'échéance la plus active s'opère sur la base d'un nombre de ticks de part et d'autre du dernier cours traité (ou des prix vendeurs ou acheteurs s'ils améliorent ce cours). Pour toutes les autres échéances, les limites de prix fonctionnent sur la base d'un nombre de ticks de part et d'autre du cours théorique de référence de cette échéance, les cours théoriques étant calculés par le système en temps réel à partir des prix directs ou implicites disponibles dans le marché. En se basant sur l'échéance rapprochée la plus liquide, les limites de prix sur les autres échéances sont réactualisées en temps réel et, de cette manière, ne perturbent pas le fonctionnement normal de la négociation. Le nombre de ticks (donc l'intervalle de limite de prix) est paramétrable par échéance, et peut être ajusté, au besoin, en fonction des conditions de marché (il est par exemple possible de les élargir avant la publication d'une nouvelle économique importante).
- 5.4 Pour les contrats d'options, l'entreprise de marché utilise un modèle de calcul des prix théoriques en temps réel qui détermine un cours de référence pour chaque série. Les limites de prix fonctionnent alors sur la base d'un nombre de points de part et d'autre du cours de référence (c'est l'intervalle de limite de prix).
- 5.5 Les ordres sur les contrats fermes et les options entrés à des niveaux de prix en dehors des limites sont automatiquement rejetés par LIFFE CONNECT<sup>®</sup> et le négociateur se voit notifié immédiatement du rejet de son ordre.
- 5.6 Si les limites de prix générées par LIFFE CONNECT<sup>®</sup> permettent généralement d'éviter des transactions erronées ou à des cours aberrants, elles ne peuvent empêcher totalement de telles transactions sans risquer de gêner considérablement le fonctionnement normal du marché. L'entreprise de marché estime donc avoir besoin, en complément, de règles utilisables dans le cas extrême où des transactions à cours aberrant et des transactions erronées viendraient à se produire.

## **6. Projet de Politique Harmonisée**

- 6.1 Euronext.liffe est consciente du besoin de simplicité, de cohérence et de certitude des membres quant à l'annulation éventuelle d'une transaction. Le projet décrit dans le présent Bulletin a donc pour objectif d'aboutir à un ensemble de règles transparent et cohérent pour le traitement des transactions à cours aberrants et des transactions erronées pour tous les marchés d'Euronext.liffe qui garantisse autant d'objectivité que possible à la prise de décision lors de l'annulation de ces transactions. Néanmoins, consécutivement à sa fonction d'organisateur d'un marché organisé, une certaine latitude sera laissée à Euronext.liffe<sup>2</sup>.
- 6.2 Euronext.liffe s'est également inspiré des travaux de l'International Organisation of Securities Commissions' (“IOSCO”) dans ce domaine et a rédigé cette proposition de politique harmonisée en souhaitant se rapprocher au plus près des recommandations de l'IOSCO. Ceux-ci sont développés dans le document de l'IOSCO intitulé “Policies on Error Trades”, publié en octobre 2005 (consultable sur le site [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

---

<sup>2</sup> Le principe veut que toute intervention de l'organisateur de marché en vue de remplir ses fonctions de régulateur (y compris les annulations de transaction) peut avantager certains membres tout en en désavantageant d'autres.

6.3 Le projet est décrit plus en détails en sections 7 et 8 plus bas. Il est établi à partir des approches déjà employées par chaque marché d'Euronext.liffe. Ce projet comprend essentiellement les éléments suivants :

- (a) l'utilisation en continu de limites de prix pour éliminer la majeure partie des transactions à cours aberrants ou erronées, limitant d'autant tout besoin d'intervention d'Euronext.liffe;
- (b) une fourchette explicite pour chaque contrat, déterminée par l'intervalle de limites de prix pour les contrats concernés, à l'intérieur de laquelle Euronext.liffe n'annulerait pas de transactions;
- (c) nonobstant le paragraphe 6.3(b), une possibilité utilisée par Euronext.liffe en des circonstances exceptionnelles pendant lesquelles les limites de prix pourraient ne pas refléter la vraie valeur du contrat (voir exemple en section 7.4 plus bas). Dans de telles circonstances exceptionnelles, Euronext.liffe pourrait annuler des transactions à cours aberrants, que cette transaction se soit située ou non à l'intérieur des limites de prix du contrat, et ceci afin de remplir son obligation de bon fonctionnement d'un marché organisé ;
- (d) uniquement pour les contrats d'options, la possibilité pour les membres de demander par consentement mutuel l'annulation de transactions erronées (des transactions pour lesquelles une erreur a été commise, mais qui n'ont pas causé ou contribué à causer des écarts de prix ou des conditions de marché désorganisées).

## 7. **Annulation de transaction à l'initiative d'Euronext.liffe (Transactions à cours aberrants)**

7.1 Il est proposé qu'Euronext.liffe établisse des intervalles de valeur qui seraient équivalents aux intervalles de limites de prix pour chaque contrat, comme c'est le cas sur le marché d'Amsterdam aujourd'hui. Ceci impliquerait qu'en temps normal il ne soit nécessaire d'annuler des transactions à cours aberrants que lorsque les limites de prix ne sont pas opérationnelles, par exemple lors de la phase d'« uncrossing » à l'ouverture. Dans cette hypothèse, les transactions seraient annulées comme si elles avaient été effectuées en dehors de ces limites.

7.2 Les niveaux de limites de prix proposés sont détaillés, par contrat, dans l'annexe jointe à ce Bulletin. Les intervalles pourront évoluer au cours du temps en fonction des conditions de marché, comme c'est le cas pour les limites de prix.

7.3 Le système de limites de prix de LIFFE CONNECT® lui permet de faire face à des situations normales de marché tout en assurant sa fonction en cas de marché agité. Néanmoins, cette nécessaire souplesse implique que, malgré l'existence de ces limites de prix, l'entreprise de marché peut tout de même, de manière exceptionnelle, avoir besoin d'intervenir pour corriger une distorsion substantielle de prix ou pour rétablir le bon fonctionnement du marché. En effet, il peut se produire des circonstances dans lesquelles les limites de prix ne réussissent pas à refléter le juste cours (théorique) d'un contrat. En conséquence, Euronext.liffe a également besoin de pouvoir annuler toute transaction à cours aberrant qui, dans ces circonstances exceptionnelles, pourrait aussi bien tomber dans ces intervalles de valeur qu'en dehors.

7.4 Si de telles circonstances sont extrêmement rares, elles peuvent néanmoins se produire. Ainsi, sur l'échéance la plus traitée d'un contrat ferme, un ordre de vente particulièrement important pourrait traiter au meilleur cours acheteur puis traverser le carnet d'ordre de telle manière que les limites évolueraient parallèlement à la baisse (c'est ainsi qu'elles ont été conçues) suivant les prix de chaque nouvelle transaction. Dans de telles circonstances, les limites de prix

peuvent varier si rapidement qu'il devient difficile à de nouveaux ordres acheteurs de rééquilibrer le marché et de permettre la formation de prix d'un niveau plus approprié.

- 7.5 Dans de telles circonstances, Euronext.liffe devrait avoir la possibilité d'annuler des transactions à cours aberrants. En pratique, ceci impliquerait de prévenir le marché, dès que possible, qu'un certain nombre de transactions sont en cours d'investigation (en précisant la période de temps sur laquelle ces transactions ont été exécutées) et ensuite, si nécessaire, d'annuler les transactions qui auront été considérées comme exécutées à des prix aberrants.
- 7.6 Pour les options à petites primes, il peut s'avérer nécessaire pour Euronext.liffe d'annuler des transactions à l'intérieur des limites de manière à éviter le recours à des limites trop étroites qui risqueraient de gêner la négociation de ces séries. Etant entendu que le modèle de détermination des cours théoriques fonctionne sur la base d'un certain nombre de points de chaque côté d'une valeur théorique médiane, il peut en résulter une fourchette très large, surtout quand elle est générée pour des stratégies à plusieurs jambes telles que les « butterflies », « ladders », etc. Dans de telles circonstances, les limites extérieures peuvent ne pas correspondre à la vraie valeur de la transaction.
- 7.7 Il est demandé aux Membres s'il existe à leur connaissance d'autres circonstances dans lesquelles Euronext.liffe pourrait avoir à se servir de son droit d'annuler des transactions qui ne sont pas hors limites.
- 7.8 Indépendamment de ceci, lors de la migration du marché d'Amsterdam sur LIFFE CONNECT® en novembre 2004, une consultation auprès des membres d'Amsterdam avait eu pour résultat le soutien à l'approche déjà en place pour le marché de Paris, par laquelle une « jambe » de stratégie pourra être annulée, les autres « jambes » étant conservées, si une seule « jambe » est considérée comme ayant traité à un cours incorrect (voir section 3.3). Ceci est en contradiction avec l'approche privilégiée par les autres marchés d'Euronext.liffe, où toutes les jambes de la transaction seront annulées. Il est donc proposé que cette approche ne soit retenue que pour Amsterdam et Paris comme initiative pilote. Ceci impliquera inévitablement qu'un élément de la nouvelle approche des transactions à cours aberrants restera non harmonisé : il est donc demandé aux membres de préciser dans leurs réponses s'ils souhaitent conserver cette approche.

## **8. Annulation de transactions par consentement mutuel (Transactions erronées)**

- 8.1 Comme expliqué en section 4, l'approche utilisée pour le traitement des transactions erronées (annulation par consentement mutuel) est déjà relativement harmonisée entre les différents marchés d'Euronext.liffe. Néanmoins, l'expérience démontre que les contreparties sont de moins en moins favorables à l'annulation de transactions erronées. Les membres sont donc invités à réfléchir à l'intérêt de conserver la règle des annulations par consentement mutuel.
- 8.2 Dans l'hypothèse où cette règle serait retenue, Euronext.liffe propose d'en modifier l'approche actuelle. Il est donc proposé que les membres soient assujettis à une limite dans le temps pendant laquelle ils pourront demander que la transaction erronée soit annulée. Etant entendu qu'une contrepartie, si elle accepte effectivement l'annulation d'une transaction erronée, ne le fera vraisemblablement que peu de temps après son exécution, Euronext.liffe propose que de telles demandes d'annulation ne puissent avoir lieu que dans les 15 minutes suivant la transaction. Les membres souhaitant proposer d'autres intervalles de temps sont invités à le faire savoir.
- 8.3 De plus, pour chaque annulation, un montant de €250 serait facturé au membre l'ayant demandée, montant équivalent à celui facturé pour le marché de Paris. L'objectif en est de

limiter le nombre de requêtes et d'obtenir une contribution aux coûts administratifs d'annulation d'une transaction.

- 8.4 Il est proposé de ne pas étendre cette possibilité aux contrats fermes d'Amsterdam étant entendu que cette possibilité a rarement été utilisée et d'en restreindre l'usage aux contrats d'options d'Euronext.liffe, pour les raisons évoquées en 4.2. Néanmoins, les membres auront peut-être des souhaits quant aux éventuels contrats Futures dont ils pensent qu'ils devraient pouvoir profiter de cette possibilité, sachant qu'il ne sera pas possible de l'étendre à tous les contrats Futures. Ainsi, pour des raisons pratiques, l'annulation par consentement mutuel ne pourra être autorisée pour les contrats Futures les plus liquides ou ceux dont une proportion significative du volume est due à des transactions liées.

## 9. Réponses

- 9.1 Les membres sont invités à faire parvenir leurs commentaires en réponse à cette consultation à :

Maxine Norris  
Market Secretariat  
Euronext.liffe  
Cannon Bridge House  
1 Cousin Lane  
London EC4R 3XX

- 9.2 Les réponses sont souhaitées au plus tard le soir du 28 avril 2006.

Pour toute question concernant ce Bulletin, merci de bien vouloir contacter votre Account Manager ou

Maxine Norris	+44 (0) 20 7379 2334	maxine.norris@liffe.com
Laurence Walton	+44 (0) 20 7379 2782	laurence.walton@liffe.com

## PARIS BULLETIN No. 2006 - 012

ISSUE DATE: 14 March 2006

### HARMONISED POLICY FOR THE INVALIDATION OF ABERRANT TRADES AND ERRONEOUS TRADES

#### MARKET CONSULTATION

##### Executive Summary

This Circular invites members to comment on a proposal to harmonise the Rules and Trading Procedures across all Euronext.liffe markets in respect of the treatment of Aberrant and Erroneous trades.

#### 1. Introduction

- 1.1 As part of its commitment to deliver harmonisation across a range of products and services on all of its markets, Euronext.liffe has successfully delivered a common approach in relation to contract specifications, cross transactions and wholesale trade reporting. Euronext.liffe now intends to deliver a common approach for the treatment of trade invalidations of futures and options transactions which will result in further standardisation of the Rules and Trading Procedures. The proposed harmonised policy covers the invalidation of trades on Euro next's derivatives markets (Euronext.liffe) which have caused or contributed to a material price distortion or disorderly market conditions, whether or not they were executed in error, as well as erroneous trades which have not had such effects on the market.
- 1.2 The aim of the harmonised policy is to be more objective (i.e. to limit the use of Euronext.liffe's discretion) and to provide more certainty to market participants about when derivatives trades will be invalidated by Euronext.liffe while, at the same time, assisting Euronext.liffe in fulfilling its regulatory obligation to run fair and orderly markets.
- 1.3 For the purposes of this Circular, the terms "Aberrant Trades" and "Erroneous Trades" are defined as follows:
  - (a) Aberrant Trades - trades which Euronext.liffe regards as having caused or contributed to a material price distortion or which have otherwise temporarily undermined the



orderliness of the market, whether or not there has been an error in executing such trades<sup>3</sup>; and

- (b) Erroneous Trades - trades where an error has been made by one or other party to the trade but which have not caused or contributed to a material price distortion or disorderly market conditions.

1.4 The purpose of this Circular is to seek members' comments on a proposed harmonised approach in relation to Aberrant Trades and Erroneous Trades.

1.5 Members should note that the proposals contained in this Circular, and any subsequent amendments to the Rules and Trading Procedures, are subject to approval by the Euronext.liffe regulatory authorities.

## **2. Background**

2.1 The Euronext.liffe markets operate on the fundamental premise that valid acceptance of a valid bid or offer makes a Transaction between the members concerned and that Transactions are firm and binding. The certainty of trade that these arrangements provide is central to the smooth operation of the market and the confidence that market participants have in it.

2.2 The arrangements for ensuring certainty of trade are complemented by a range of measures which are designed to limit the occurrence of both Aberrant and Erroneous Trades. Such measures include LIFFE CONNECT<sup>®</sup>'s dynamic price limit functionality (which is explained in section 5 below), as well as Euronext.liffe's procedures and guidance concerning pre-trade risk management and members' systems and controls for managing order submission. Members' systems and controls for managing order submission are especially important in relation to the prevention of "fat finger" volume errors which, if submitted to the Central Order Book, could give rise to Aberrant Trades.

2.3 Notwithstanding the importance of such preventive measures, no set of measures could prevent all Aberrant and Erroneous Trades without unacceptably restricting the legitimate trading practices of market participants and frustrating normal trading activity. Euronext.liffe therefore continues to believe that preventive measures should be supported by effective remedial measures which, where necessary and appropriate, can be used to invalidate Aberrant and Erroneous Trades.

## **3. Aberrant Trades**

3.1 At present, the different Euronext.liffe markets take different approaches in relation to Aberrant Trades. In relation to the Paris market, for instance, Euronext.liffe operates "no-bust ranges" for all contracts, within which trades will not be invalidated. Moreover, trades executed outside the relevant no-bust range are only invalidated at the request of one of the counterparties to the trade. Such requests must be made within fifteen minutes of the time of trade and Euronext.liffe has a further thirty minutes to decide whether or not to invalidate the trade. If the trade is invalidated, the member who made the request is charged an administration fee of €250. The approach taken by the Brussels market operates on the basis of similar principles, although the details of the arrangements differ.

---

<sup>3</sup> The definition of an Aberrant trade does not encompass exceptionally large volume trades except in instances where the execution of such a trade results or contributes to a material price distortion or undermines the orderliness of the market.

- 3.2 In contrast, the London and Lisbon markets' approach to Aberrant Trades is that Euronext.liffe has discretion in determining whether or not to invalidate trades, on the basis of criteria that are set out in the Trading Procedures.
- 3.3 The Amsterdam market operates no-bust ranges which are equivalent to the price limit range for each contract. This means that there should only be a need to invalidate an Aberrant Trade when the price limits are not operational, for instance when uncrossing takes place at Market Open.
- 3.4 Furthermore, and in contrast to the approach taken in other Euronext.liffe markets, in the Amsterdam and Paris markets one leg of a strategy trade may be invalidated and the other legs may be allowed to stand if only one leg falls outside the "no-bust" range, notwithstanding the fact that this may leave the relevant member with legging risk.

#### **4. Erroneous Trades**

- 4.1 The Euronext.liffe markets currently operate a largely harmonised approach to Erroneous Trades, whereby a member who has traded in error in any Euronext.liffe options contract or in an Amsterdam futures contract may contact Market Services and request that his trade be invalidated. Market Services will then contact the relevant counterparty (on an anonymous basis) and, if the counterparty agrees, it will invalidate the trade in question. The Erroneous Trade will be invalidated in these circumstances even though its price may be within the relevant price limits. The approach of the various markets differs only inasmuch as a time limit for such requests is imposed by all markets with the exception of London and, on the Paris market, a fee of €250 is levied on the member making a successful invalidation request.
- 4.2 The facility for mutual consent invalidation of Erroneous Trades is not made available for all Euronext.liffe's futures contracts because factors such as implied pricing between strategy and outright markets mean that there are typically a large number of counterparties in relation to any given futures trade. Additionally, invalidating one leg of a multi-legged trade would expose members to further implied pricing risks, thus rendering the approach impractical.
- 4.3 The aim of the current exercise is to consult members on a proposal to take the most effective elements of each of the existing approaches and create a single, harmonised policy for handling both Aberrant and Erroneous Trades across all of Euronext.liffe's markets.
- 4.4 Euronext.liffe's approach to Erroneous Trades operates in addition to the Error Correction Facility. The latter facility applies in a harmonised manner to client business in all contracts, does not involve the invalidation of trades, and is therefore outside the scope of this consultation exercise.

#### **5. Price limits**

- 5.1 LIFFE CONNECT®'s dynamic price limits guard against the submission of orders at unrepresentative prices and, by so doing, generally and frequently protect members and the market as a whole from the effect of keying errors in respect of price that inevitably occur from time to time in an electronic market.
- 5.2 LIFFE CONNECT® generates price limits in real-time and rejects orders submitted outside the limits (i.e. bids at a price above the "limit bid" and offers at a price below the "limit offer").
- 5.3 For futures contracts, price limits in the most active contract month ("the blue month") operate on the basis of a number of ticks either side of the last traded price (or subsequent offers below/bids above that price). For all other contract months, price limits operate on the

basis of a number of ticks either side of a fair value for that month, with the fair value level being calculated by the system in real-time from outright and implied spread prices available in the market. By taking their lead from the most liquid contract month, the price limits in the other months remain up-to-date, and therefore do not interrupt normal trading. The number of ticks (or “price limit range”) is configurable by contract month, and can be adjusted as necessary to reflect market conditions (e.g. widened ahead of a major economic announcement).

- 5.4 For options contracts, the Exchange operates a theoretical pricing model in real time which calculates a fair value mid-price for each series. The price limits then operate on the basis of a price limit range of a number of points either side of the fair value mid-price.
- 5.5 Futures and options orders entered at price levels outside the price limits will be automatically prevented from trading by LIFFE CONNECT<sup>®</sup> and the trader will be notified immediately that the order has been rejected.
- 5.6 While LIFFE CONNECT<sup>®</sup>'s price limits generally and frequently prevent Aberrant and Erroneous Trades from occurring, they could not prevent all such trades without unduly constraining normal trading activity. As such, Euronext.liffe believes they need to continue to be complemented by remedial measures which can be employed where, in extreme circumstances, Aberrant and Erroneous Trades can occur.

## **6. Proposed Harmonised Policy**

- 6.1 Euronext.liffe recognises members' desire for simplicity, consistency and certainty about when a trade will be invalidated. The proposal described in this Circular therefore seeks to achieve a transparent and coherent policy in relation to Abberant and Erroneous Trades across all Euronext.liffe markets which, first and foremost, ensures that intervention by Euronext.liffe is kept to a minimum but that, where intervention is deemed necessary, the policy provides as much objectivity in relation to trade invalidation decisions as possible. Nevertheless, Euronext.liffe must reserve the right to exercise its judgement in light of its regulatory obligation to maintain fair and orderly markets<sup>4</sup>.
- 6.2 Euronext.liffe has also given due regard to the International Organisation of Securities Commissions' (“IOSCO”) work in this area and has formulated the proposed harmonised policy with a view to achieving consistency with IOSCO's recommendations. These are set out in the IOSCO paper entitled “Policies on Error Trades”, published in October 2005 (at [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).
- 6.3 Euronext.liffe's proposal is described in more detail in sections 7 and 8 below. It builds on the approaches already employed by the individual Euronext.liffe markets. The proposal broadly comprises the following:
  - (a) the continued use of price limits to prevent the majority of Abberant/Erroneous Trades, thereby limiting the need for intervention by Euronext.liffe;
  - (b) an explicit “value range” for each contract, implemented as the price limit range for the contract concerned, within which Euronext.liffe would not invalidate trades or orders;
  - (c) notwithstanding paragraph 6.3(b), a power for Euronext.liffe to use in exceptional circumstances in which the value range for the contract concerned temporarily fails to

---

<sup>4</sup> It is recognised that any action taken by an exchange in fulfilment of its regulatory obligations (including trade invalidation by the exchange) may be advantageous for some members and disadvantageous for others.

reflect the contract's fair value (as exemplified in sections 7.4 and 7.6 below). In such exceptional circumstances, Euronext.liffe would be able to invalidate Aberrant Trades or orders which may give rise to an Aberrant Trade if executed, irrespective of whether such trade (or order) fell within or outside the contract's current value range and, in so doing, exercise its discretion in order to fulfil its obligation to maintain fair and orderly markets; and

- (d) for options contracts only, an ability for members to apply within a set time period for Erroneous Trades (i.e. trades where an error has been made, but which have not caused or contributed to a material price distortion or disorderly market conditions), to be cancelled by mutual consent.

## **7. Trade invalidation at Euronext.liffe's initiative (Aberrant Trades)**

- 7.1 It is proposed that Euronext.liffe should adopt the Amsterdam market practice by establishing "value ranges" which would be equivalent to the price limit range for each contract. This means that ordinarily there should only be a need to invalidate Aberrant Trades, or orders which may give rise to Aberrant Trades, when the price limits are not operational, for instance when uncrossing takes place at Market Open. In such circumstances, trades and/or orders may be invalidated if exchange officials conclude that they would have fallen outside the price limits had the price limits been in operation.
- 7.2 Proposed levels for the value ranges are detailed, by contract, in the Attachment to this Circular. These value ranges will, of course, be adjusted over time as market conditions change, as is the case with price limits.
- 7.3 LIFFE CONNECT®'s price limits guard against disorderly market conditions without infringing upon normal market dynamics. However, notwithstanding the proposed application of explicit value ranges, in rare and exceptional circumstances Euronext.liffe may still need to intervene to correct a material price distortion or to restore an orderly market. This is because there may be circumstances in which the value range temporarily fails to reflect a contract's fair value. Therefore, Euronext.liffe would also need to retain a power to invalidate any Aberrant Trades which, in such exceptional circumstances, could fall within the relevant value range.
- 7.4 Whilst such circumstances are extremely rare, they are possible. For instance, in the most actively traded ("blue") month of a futures contract, a particularly large sell order might trade with the best bid and then through the depth of the order book such that the price limit "sleeve" continued to move down (as it is designed to do) as each new price trades. In such an event, price limits may move so quickly as to make it difficult for incoming bids to act as a counterbalance and enable price formation at a more appropriate level.
- 7.5 In these circumstances, Euronext.liffe would need to be able to invalidate Aberrant Trades. In practice, this would involve notifying the market, as soon as practicable, that a number of trades were under investigation (and the time period during which those trades had been executed) and then, where necessary, invalidating those trades which are regarded as Aberrant Trades. Euronext.liffe will endeavour to complete this process as soon as reasonably possible. However, the time required to resolve such instances will vary as it is dependent on the complexity of the incident.
- 7.6 For low value options, it may be necessary for Euronext.liffe to invalidate trades within the fair value ranges in order to avoid the need for narrower value ranges which could restrict normal trading activity in these series. Given that the options theoretical pricing model operates on the basis of a number of points either side of the fair value mid-price, it can result in a wide range, especially when generated for multi-legged strategies e.g. butterflies, ladders

etc. In such instances, the outer limits of the value range may not reflect a fair value for the trade.

7.7 Members are asked to comment on whether there are any other circumstances in which Euronext.liffe may need to call upon such a reserve power to invalidate trades which fall within the prevailing value range.

7.8 On a separate issue, at the time of the migration of the Amsterdam market to LIFFE CONNECT® in November 2004, consultation with Amsterdam members resulted in support for the approach which was already in place for the Paris market, whereby one leg of a strategy trade may be invalidated but the other legs are allowed to stand if only one leg is regarded as being at an unrepresentative price (paragraph 3.4 refers). This is in contrast to the approach taken by the other Euronext.liffe markets, where all legs of such a trade would be invalidated. Members should consider in their responses whether they believe this difference in approach remains appropriate, in which case one element of the new approach to Aberrant Trades would remain unharmonised. Members who consider that the different approach is otherwise justified are therefore asked to confirm explicitly that the lack of harmonisation is desirable on balance.

## **8. Trade invalidation by mutual consent (Erroneous Trades)**

8.1 As detailed in section 4, the approach taken for the treatment of Erroneous Trades (invalidation by mutual consent) already benefits from a significant degree of harmonisation across the Euronext.liffe markets. However, Euronext.liffe's experience is that counterparties have become less likely to agree to the invalidation of an Erroneous Trade, predominantly due to the advent of anonymous screen based trading. Members should therefore consider whether there continues to be value in mutual consent invalidations.

8.2 In the event that the facility is to be retained, Euronext.liffe proposes to modify its current approach. As a practical matter, it is proposed that members would be subject to a time limit in which to apply for their Erroneous Trade to be cancelled. Given that a counterparty, if he is willing to allow an Erroneous Trade to be cancelled at all, is only likely to do so shortly after the trade's execution, Euronext.liffe proposes that such requests would need to be made within 15 minutes of the time of trade. However, members with other views should include in their responses their opinions as to the most appropriate cancellation request period.

8.3 In addition, it is initially proposed that in respect of any resultant invalidation a charge of €250 would be payable by the member who requested it, in line with the charge currently applied in the Paris market. However, if there is a significant increase in the number of requests that do not result in invalidation, Euronext.liffe reserves the right in due course to change this approach and instead to apply a charge to all requests for invalidation. These charges are designed to contribute towards meeting Euronext.liffe's administrative costs of operating this service.

8.4 It is proposed to remove the facility from all Amsterdam futures given that this facility has rarely been used and to restrict it to Euronext.liffe's option contracts, for the reasons set out in section 4.2. Nonetheless, members may wish to comment on which, if any, futures contracts they believe should be included in the facility, notwithstanding the fact that it will not be practicable to extend the facility to all futures contracts. For instance, given the practical considerations, mutual consent cancellation cannot be permitted for very liquid futures contracts or those with a significant proportion of "implied" trading.

**9. Member responses**

9.1 Members are invited to send their comments on the proposed harmonised policy in relation to Aberrant Trades and Erroneous Trades to:

Maxine Norris  
Market Secretariat  
Euronext.liffe  
Cannon Bridge House  
1 Cousin Lane  
London EC4R 3XX

9.2 Responses are requested by close of business on **28 April 2006**.

For further information in relation to this Circular, members should contact one of the following:

Maxine Norris	+44 (0) 20 7379 2334	<a href="mailto:maxine.norris@liffe.com">maxine.norris@liffe.com</a>
Laurence Walton	+44 (0) 20 7379 2782	<a href="mailto:laurence.walton@liffe.com">laurence.walton@liffe.com</a>