

BULLETIN DE PARIS No. 2008-09

Des Bulletins équivalents seront publiés par les marchés suivants :

Amsterdam, Brussels, Lisbonne et Londres.

DATE: Le 14 avril 2008

Consultation sur la détermination des volatilités de la "Juste valeur".

Sommaire:

Le but de ce document est de consulter le marché sur un élément spécifique de la méthode dite de la « Juste Valeur » de la Politique en Matière d'Opérations Sur Titres. Il est demandé aux membres d'adresser par écrit leurs commentaires sur les propositions formulées dans ce document au plus tard le vendredi 2 mai 2008 à « Quality of Derivative Markets » à Amsterdam.

Merci de bien vouloir trouver à nouveau ci-dessous la Consultation sur la détermination de la Juste valeur telle qu'elle a été publiée le 18 décembre 2007 (cf. Bulletin de Paris No 2007 – 042). Etant donnée la nature de cette consultation, Liffe rappelle à tous les Membres qui n'ont pas encore répondu de le faire en précisant s'ils sont en accord avec la méthode proposée de détermination des volatilités implicites. En effet, après la clôture de la période actuel de consultation, le 2 mai 2008, Liffe devra décider d'un éventuel changement de la méthode de détermination des volatilités implicites.

1. Le 15 novembre 2004, la Politique Harmonisée en matière d'Opérations Sur Titres est entrée en vigueur pour tous les marchés de Liffe. Cette politique prévoit une approche unique de l'ajustement des caractéristiques d'un contrat d'option ou de Future de Liffe lorsque les actions sous-jacentes font l'objet d'une opération sur titre.
2. En cas d'offre de rachat en numéraire sur une compagnie (ou d'une offre de rachat dont la composante numéraire est d'au moins 67%), la politique stipule que les positions d'options et de Futures restantes sont compensées en numéraire en utilisant la méthode de la Juste Valeur. Le but de ce Bulletin est de recueillir le sentiment des participants du marché sur un élément spécifique de la méthode de la Juste Valeur, tel que décrit ci-dessous.
3. Actuellement, les volatilités utilisées pour le calcul de la Juste valeur sont basées sur les volatilités implicites des cours de compensation des dix derniers jours ouvrés précédant l'annonce de l'offre (supposée). Lors du calcul des volatilités implicites, les

The Euronext Web site: www.euronext.com/derivatives

Les marchés dérivés d'Euronext ("Liffe") incluent les marchés dérivés gérés par Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Lisbonne, Euronext Paris et LIFFE Administration & Management respectivement les marchés d'Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Paris et Londres.

Euronext N.V. | PO Box 19163 | 1000 GD Amsterdam | The Netherlands

taux d'intérêt (correspondants à chaque devise) et les prévisions de dividendes (si disponibles chez Markit Dividends) sont pris en compte.

4. Il a été demandé à Liffe d'étudier la procédure actuelle de détermination des volatilités parce que la méthode utilisée actuellement ne tient pas compte de la parité Call/Put. Après avoir procédé à une évaluation détaillée, Liffe souhaite proposer une nouvelle procédure, telle que décrite ci-dessous.
5. Liffe propose de déterminer les volatilités implicites utilisées dans la méthode de la Juste valeur en se basant sur les volatilités utilisées par Market Services pour établir les cours de compensation publiés quotidiennement. Ces volatilités, qui sont normalement égales entre Calls et Puts, sont destinées à répliquer les prix du Marché en utilisant dans ce but les taux d'intérêt et les dividendes de référence appropriés. Les dividendes utilisés peuvent parfois être différents de ceux publiés par Markit Dividends. Néanmoins pour le calcul des Justes Valeurs, les taux d'intérêt (correspondants à chaque devise) et les prévisions de dividendes (si disponibles chez Markit Dividends) tels que publiés dans la notice OST le jour de l'annonce de l'offre seront pris en compte même s'ils diffèrent de ceux utilisés auparavant pour déterminer les cours de compensation.
6. Liffe souhaite obtenir l'avis des participants au marché afin de déterminer la procédure optimale de détermination des volatilités utilisées pour la Juste valeur. Liffe souhaiterait recevoir vos commentaires sur les propositions qui suivent, et reste ouvert à toute autre suggestion de la part des membres.
7. Les différentes approches proposées pour la détermination et la publication des volatilités implicites sont:
 - (a) Conserver l'approche actuelle: les volatilités implicites sont calculées en se basant sur les cours de compensation des dix derniers jours ouvrés précédant l'annonce de l'offre (supposée). La moyenne des volatilités implicite de chaque série est calculée, en retirant la plus haute et la plus basse des volatilités implicites de ces séries sur la période de dix jours. Pour le calcul des volatilités implicites, les taux d'intérêt (correspondant à chaque devise) et les prévisions de dividendes de Markit (en cas d'indisponibilité, ces dividendes seront déterminés par Liffe) sont pris en compte.
 - (b) L'approche alternative: Consiste à utiliser les volatilités telles que publiées quotidiennement avec les cours de compensation par Market Services, où les volatilités sont déterminées en calculant la moyenne des dix derniers jours ouvrés précédant l'annonce de l'offre (supposée), en retirant la volatilité la plus basse et la plus haute des séries sur la période de dix jours. Dans ce cas, les taux d'intérêt et les dividendes utilisés pour le calcul des cours de compensation et des volatilités publiées ne seront pas nécessairement les mêmes que celles utilisées pour déterminer la Juste Valeur. Au contraire ce sont les taux d'intérêt de référence (correspondants à chaque devise) et les prévisions de dividendes de Markit (en cas d'indisponibilité, ces dividendes seront déterminés par Liffe) publiés dans la notice OST le jour de l'annonce de l'offre qui seront utilisés.

8. Merci de faire parvenir par écrit vos commentaires sur les alternatives proposées dans ce document au plus tard le vendredi 2 mai 2008 à Quality of Derivative Markets (PO Box 19163, 1000 AG Amsterdam) ou par e-mail à qualityofmarkets@liffe.com.

Pour toute question concernant ce Bulletin merci de bien vouloir contacter:

Quality of Derivative Markets +31(0)205504296 qualityofmarkets@liffe.com

PARIS BULLETIN No. 2008-09

Equivalent Bulletins are being issued by the following Liffe markets:

Amsterdam, Brussels, Lisbon and London.

ISSUE DATE: 14 April 2008

Fair Value Volatilities Consultation

Executive Summary

The purpose of this paper is to consult the market about a specific element of the fair value method within the Corporate Actions Policy. Members are requested to submit in writing any comments on the alternatives outlined in this paper by Friday 2 May 2008 to Quality of Derivative Markets in Amsterdam.

This Notice replicates the substance of London Notice No. 2980, issued on 19 December 2007, concerning the determination of implied volatilities. Given the nature of the consultation, Liffe would like to urge all Members who have not responded to London Notice No. 2980 to respond to this Notice setting out whether or not they support the proposed approach for determining implied volatilities. This will be the last opportunity to do so because, once all Member feedback has been assessed following the 2 May 2008 deadline, Liffe will decide whether or not to change the method used to determine implied volatilities.

1. On 15 November 2004, the harmonised Corporate Actions Policy became effective for all Liffe markets. This policy provides for a single approach to adjust contract specifications of Liffe listed options and futures when underlying shares are subject to a corporate action.
2. When there is a cash takeover offer for a company (or an offer which consists 67% or more of cash), the policy determines that outstanding options and futures are settled in cash using the Fair Value method. The purpose of this Bulletin is to obtain feedback from market participants about a specific element of the Fair Value method, as described below.
3. Currently, the implied volatilities used for Fair Value calculations are based on the implied volatilities of the settlement prices on the last ten business days prior to the announcement of the (proposed) takeover offer. In order to calculate the implied volatilities, interest rates (applicable for the relevant currency) and dividend forecasts (if available from Markit Dividends) are taken into account.

4. Liffe has been requested by members to evaluate the current procedure for determining the volatilities because the current method doesn't cater for call/put parity. After thorough evaluation, Liffe would like to propose a new procedure, as described below.
5. Liffe proposes to determine the implied volatilities for the purpose of Fair Value method based on the volatilities used by Market Services for establishing daily settlement prices, as published. These volatilities, which normally are equal for calls and puts, are intended to replicate market prices by using appropriate interest rates and dividends to achieve this aim. Dividends used may differ from time to time from those published by Markit Dividends. However, for the calculation of Fair Value prices, interest rates (applicable for the relevant currency) and dividend forecasts (if available from Markit Dividends) as published in the corporate action notice on the day of the announcement of the Offer shall be taken into account, even if these differ from those previously used to establish daily settlement prices.
6. Liffe seeks the assistance of market participants in finding the optimal procedure for determining the volatilities for Fair Value purposes. Liffe would appreciate receiving your comments on the following alternatives, although it is open for members to suggest other potential approaches.
7. Alternative approaches to the determination and publication of implied volatilities are:
 - (a) Retain the current approach: Calculate implied volatilities based on the settlement prices of the ten last business days prior to the announcement of the (proposed) takeover offer. The average of each series implied volatility is calculated, excluding the lowest and the highest implied volatility of that series over the ten day period. For the calculation of the implied volatilities, interest rates (applicable for the relevant currency) and Markit dividend forecasts (if not available, such dividends determined by Liffe) are taken into account.
 - (b) Alternative approach: Determine volatilities based on the volatilities as published with the daily settlement prices by Market Services, whereby the volatilities are determined by calculating the average of the last ten business days prior to the announcement of the (proposed) takeover offer, excluding the lowest and the highest volatility of the series over the ten day period. In this case, the interest rates and dividends used in the calculation of daily settlement prices and published volatilities will not necessarily be the same as those used to determine the Fair Value. Instead, interest rates (applicable for the relevant currency) and Markit dividend forecasts (if not available, such dividends determined by Liffe) as published in the corporate action notice on the day of the announcement of the (proposed) takeover Offer shall be adopted.
8. Members are requested to submit in writing any comments on the alternatives outlined in this paper by Friday 2 May 2008 to Quality of Derivative Markets (PO Box 19163, 1000 AG Amsterdam) or by e-mail at qualityofmarkets@liffe.com.

For further information in relation to this Bulletin, please contact:

Quality of Derivative Markets +31 (0)20 550 4296 qualityofmarkets@liffe.com