



Communication No 2 de la Commission des OPA sur la notion de liquidité du 3 septembre 2007¹

La Commission des OPA, après consultation avec la Commission fédérale des banques (aujourd'hui Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers [FINMA]), a adopté la communication suivante relative à la notion de liquidité d'un titre de participation au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA.

I. NOTION DE LIQUIDITE SELON LE NOUVEAU DROIT

Selon l'art. 32 al. 4 LBVM, le prix offert doit être au moins égal au cours de bourse des titres de la société visée. L'art. 40, al. 2, OBVM-FINMA définit le cours de bourse au sens de l'art. 32, al. 4 LBVM comme correspondant au cours moyen, calculé en fonction de la pondération des volumes, des transactions en bourse des 60 jours de bourse précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable. Selon l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, l'organe de contrôle (art. 25 LBVM) procède à l'évaluation des titres de participation cotés si ces derniers ne sont pas liquides avant la publication de l'offre ou l'annonce préalable. L'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA a codifié la pratique constante de la Commission des OPA qui exigeait déjà une estimation des titres cotés aux fins de la détermination du prix minimum lorsque ces derniers ne sont pas liquides. En revanche, la question de la notion de la liquidité ou, en d'autres termes, des critères qui s'appliquent pour déterminer si un titre est liquide ou non, reste ouverte et doit être déterminée comme par le passé par la Commission des OPA.

Afin d'assurer la sécurité juridique et la transparence sur ce point, la Commission des OPA a décidé d'émettre la présente communication qui explicite la notion de liquidité et traite brièvement des cas où, pour une raison quelconque, la liquidité d'un titre est "intermittente".

¹ La Communication a été formellement adaptée aux dispositions légales entrées en vigueur le 1er janvier 2009. Aucun changement matériel n'a été effectué.

II. CRITERES POUR DETERMINER LA NOTION DE LIQUIDITE

A ce jour, la pratique a été de considérer qu'un titre est liquide lorsqu'il a été négocié pendant au moins 15 jours lors des 30 jours de bourse précédant la publication de l'offre, respectivement précédant l'annonce préalable. Une adaptation «linéaire» de la pratique actuelle conduit à retenir que, dorénavant, le titre ne sera considéré comme liquide que si il a été négocié pendant au moins 30 jours durant la période de 60 jours de bourse précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable.

La Commission des OPA se réserve cependant dans un futur proche de ne pas se satisfaire de ce seul critère si des circonstances particulières le justifient. La Commission des OPA envisage ainsi de tenir notamment compte des volumes négociés pendant la période de référence.

III. MOMENT PERTINENT POUR DETERMINER LA LIQUIDITE

Selon l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, le moment pertinent pour déterminer si un titre est ou non liquide est la publication de l'offre ou l'annonce préalable. La liquidité d'un titre se détermine ainsi de manière ponctuelle en présence d'une offre concrète. Compte tenu de la définition du concept de liquidité appliqué par la Commission des OPA (supra II), il est donc possible de se trouver en présence de périodes sporadiques d'illiquidité. En cas d'offre volontaire, et dans une moindre mesure dans une offre obligatoire dans le délai de deux mois selon l'art. 37 OBVM-FINMA, l'offrante dispose par conséquent de la latitude de choisir le moment de la publication en fonction de la liquidité, respectivement de l'illiquidité, du titre à un moment donné.

En présence d'un marché très irrégulier et au volume limité, donc peu liquide voire illiquide, il est relativement facile de créer délibérément un marché liquide en négociant pendant la période de référence un volume minimal des titres concernés pour satisfaire aux critères retenus par la Commission des OPA. Une telle influence sur le marché ne saurait être avalisée par la Commission des OPA et pourrait même, dans certains cas, violer notamment le principe de loyauté du droit des offres publiques d'acquisition (art. 28 let. c LBVM et art. 1 OOPA).



Contrairement à la liquidité d'un titre, qui est donc assez facilement influençable, il en va autrement de l'illiquidité. En effet, celle-ci implique un comportement passif non seulement de l'offrante et des personnes agissant de concert avec elle, mais également de l'ensemble des acteurs du marché qui devraient pratiquement s'abstenir de placer tout ordre d'achat ou de vente ou pour le moins limiter leur activité de négoce sur le titre donné pendant la période de référence afin d'éviter que le nombre minimum de transactions soit atteint. Un tel scénario paraît comme peu vraisemblable dans un marché libre régulé et surveillé. En conséquence, le choix délibéré de pré-annoncer une offre ou de publier une offre à un moment où le titre est illiquide compte tenu de la définition susdite de ce concept ne sera en principe pas contraire aux dispositions du droit des OPA et donc a priori pas constitutif d'un abus.