



Comunicazione N. 2 delle OPA circa il concetto di liquidità del 3 settembre 2007¹

La Commissione delle OPA, in seguito a consultazioni con la Commissione federale delle banche (oggi: Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari [FINMA]), ha adottato la seguente comunicazione circa il concetto di liquidità di un titolo di partecipazione ai sensi dell'art. 40 comma 4 OBVM-FINMA.

I. IL CONCETTO DI LIQUIDITÀ SECONDO IL NUOVO DIRITTO

Secondo l'art. 32 comma 4 LBVM il prezzo offerto deve corrispondere almeno alla quotazione di borsa del titolo della società destinataria. L' art. 40 comma 2 OBVM-FINMA definisce la quotazione di borsa ai sensi dell'art. 32 comma 4 LBVM come la quotazione media, calcolata in funzione della ponderazione di volume, delle transazioni in borsa dei 60 giorni precedenti la pubblicazione dell'offerta o l'annuncio preliminare. Secondo comma 4 dell'art. 40 OBVM-FINMA, un organo di controllo (art. 25 LBVM) procede alla valutazione dei titoli di partecipazione quotati se questi ultimi non sono liquidi prima della pubblicazione dell'offerta o dell'annuncio preliminare. L'art. 40 comma 4 OBVM-FINMA ha quindi codificato la pratica costante della Commissione delle OPA che esigeva già una stima dei titoli quotati ai fini della determinazione del prezzo minimo nel caso che questi ultimi non fossero liquidi. Per contro, la questione del concetto di liquidità o, in altre parole, dei criteri che si debbano applicare per determinare se un titolo è liquido o meno, continua a rimanere irrisolta e deve essere determinata come nel passato dalla Commissione delle OPA.

Al fine di assicurare la sicurezza giuridica e la trasparenza al riguardo, la Commissione delle OPA ha deciso di emettere la presente comunicazione che spiega il concetto di liquidità e tratta brevemente i casi in cui, per una qualsiasi ragione, la liquidità di un titolo risulti "intermittente".

¹ La comunicazione è stata adattata formalmente ai nuovi principi legislativi, entrati in vigore il 1 gennaio 2009. Non sono state apportate modifiche al contenuto.

II. CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL CONCETTO DI LIQUIDITÀ

Fino ad ora un titolo veniva considerato liquido se era stato negoziato per almeno 15 giorni nel periodo di 30 giorni di borsa prima della pubblicazione dell'offerta o dell'annuncio preliminare. L'adeguamento "lineare" di questa prassi alla OBVM-FINMA modificata, porta a ritenere che un titolo in futuro venga considerato liquido solo se viene negoziato in almeno 30 giorni in un periodo di 60 giorni di borsa prima della pubblicazione dell'offerta o dell'annuncio preliminare.

La Commissione delle OPA si riserva tuttavia di non tenere conto di questo solo criterio, se le circostanze lo giustificano. La Commissione delle OPA prospetta in particolare di tenere conto anche dei volumi negoziati nel periodo di riferimento.

III. MOMENTO DECISIVO PER LA DETERMINAZIONE DELLA LIQUIDITÀ

Secondo l'art. 40 comma 4 OBVM-FINMA, il momento decisivo per determinare se un titolo sia liquido o meno è la pubblicazione dell'offerta o il suo annuncio preliminare. La liquidità di un titolo deve quindi essere valutata nell'ambito di un'offerta concreta. Tenendo conto del concetto di liquidità applicato dalla Commissione delle OPA (precedente punto II) è dunque possibile trovarsi in presenza di sporadici periodi di illiquidità di un titolo. Nel caso di un'offerta volontaria ed, in misura minore, anche di un'offerta obbligatoria nel periodo di due mesi secondo l'art. 37 OBVM-FINMA, l'offerente dispone quindi della possibilità di scegliere il momento della pubblicazione dell'offerta o dell'annuncio preliminare in funzione della liquidità o dell'illiquidità del titolo in un momento determinato.

In presenza di un mercato molto irregolare e di volume limitato per un determinato titolo, che quindi è poco liquido o addirittura illiquido, è relativamente facile creare deliberatamente un mercato liquido durante il periodo di riferimento trattando un volume minimo del titolo interessato per soddisfare in tal modo i criteri di liquidità della Commissione delle OPA. Un tale influsso sul mercato potrebbe in determinati casi non essere avallato dalla Commissione delle OPA e venire considerato una violazione del principio della lealtà del diritto delle offerte pubbliche di acquisto (art. 28 let. c LBVM e art. 1 O-COPA).

Contrariamente alla liquidità di un titolo, che è dunque facilmente influenzabile, la situazione è diversa nel caso dell'illiquidità. In effetti quest'ultima richiede non solo un comportamento passivo dell'offerente e delle persone che agiscono di concerto con esso, ma anche di tutti gli operatori del mercato che dovrebbero praticamente astenersi dal piazzare ordini di acquisto o di vendita oppure per lo meno limitare la loro attività di negoziazione relativamente al titolo interessato durante il periodo di riferimento in modo tale da non raggiungere il numero minimo di transazioni. Un tale scenario appare tuttavia poco verosimile in un mercato libero, regolato e sorvegliato. Di conseguenza la scelta deliberata di preannunciare o di pubblicare un'offerta in un momento nel quale il

titolo è illiquido, tenuto conto della definizione summenzionata di tale concetto, non sarà contraria in linea di principio con le disposizioni del diritto delle OPA e non sarà pertanto a priori costitutiva di un abuso.