

Offre publique d'acquisition

Circulaire COPA n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA

Par Rashid Bahar le 31 mars 2010

Être ou ne pas être liquide ? Cette question est cruciale pour les offrants et les destinataires d'offres obligatoires, car selon la réponse qui lui est apportée le prix minimum sera fixé soit selon le VWAP des 60 jours de bourse précédant l'offre (ou son annonce préalable) soit sur la base d'une évaluation par l'organe de contrôle avec des conséquences favorables ou défavorables pour les un ou les autres selon les circonstances. Néanmoins, malgré son importance, jusqu'à peu, la COPA s'est contentée d'une définition relativement grossière : si un titre était négocié pendant 30 des 60 derniers jours précédant l'offre, elle était présumée liquide, tout en réservant les circonstances particulières. Si cette règle avait l'avantage de la simplicité, l'affaire Harwanne a mis en lumière ses limites. La COPA a donc senti l'obligation de revoir cette règle et la remplacer par un critère plus robuste. C'est ce qu'elle vient de faire en adoptant – sur la base d'un rapport d'experts, mais sans procédure de consultation – le 26 février 2010, une nouvelle [Circulaire n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA](#).

Cette circulaire adopte une approche en deux temps : premièrement, elle pose la fiction que toutes les Blue Chips appartenant à l'indice SLI sont liquides. Deuxièmement, elle adopte pour les autres titres un critère plus sophistiqué que l'indicateur de fréquence de transactions utilisé jusqu'alors. Elle considère qu'un titre est liquide, si pendant au moins dix des douze mois calendaires précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % du nombre titres de participation librement négociables (*free float*). Ce critère consiste ainsi, dans un premier temps, à mesurer le volume quotidien des transactions en bourse du titre. Puis, sur une base mensuelle, déterminer le volume médian (et non moyen) pendant chacun des douze mois précédant l'offre. Si la médiane mensuelle du volume quotidien est égale ou supérieure à 0.04 % pendant dix des douze derniers mois, le titre est réputé liquide. Cette conclusion semble irréfragable, puisque la Commission des OPA n'a pas réservé des circonstances exceptionnelles lui permettant de revoir la question plus avant.

La nouvelle circulaire utilise ainsi un indicateur de l'activité de négoce afin de mesurer la liquidité : si le volume négocié est important, le titre est liquide. La liquidité est ainsi mesurée seulement en termes de facilité de vendre ou acheter à court terme des titres, sans s'intéresser à l'importance du *spread* ou l'impact de transactions importantes sur le cours, qui en définitive sont plus proches des objectifs poursuivis par l'art. 40 OOPA qui vise à garantir que le cours de bourse soit suffisamment représentatif afin de servir de prix minimum pour une offre obligatoire. Néanmoins, le critère retenu a l'avantage d'une simplicité relative qui permet à tous les acteurs intéressés de le vérifier sur la base de données publiquement disponibles.

Par ailleurs, ce test a l'avantage d'être relativement difficile à manipuler : le choix d'une période d'observation longue de douze mois et le recours à la médiane – et non la moyenne –

limitent l'impact de grosses fluctuations et de cas extrêmes. De même, en fixant la barre à 0.04 %, elle garantit que la plupart des volumes négociés sont des titres liquides (99.75 % des volumes agrégés et 97.5 % de la capitalisation de marché est liquide). Certes, à peine plus de la moitié des titres émis sont liquides, ce qui veut dire que l'évaluation sera la règle plus que l'exception en présence d'une OPA sur une petite ou moyenne capitalisation. En définitive, ce résultat n'est guère choquant, car il ne fait que refléter la réalité du marché suisse où la liquidité est concentrée entre les grandes *blue chips*, ne laissant qu'un petit filet de négoce pour les autres émetteurs.

La principale faiblesse de cette norme se situe au niveau de la définition du *free float*. A titre anecdotique, relevons que la circulaire se réfère à tort à la fraction librement négociable des titres de participation pour définir cette notion, alors qu'il est évident que c'est sur le nombre de titres librement négociables qu'elle se base. Toutefois, le problème tient aussi du fond : le *free float* est une notion délicate à définir et mesurer. C'est pourquoi la COPA entend simplifier le travail en reprenant la définition utilisée par la SIX Swiss Exchange pour les titres qui y sont cotés, ou, pour les autres, la définition employée par la bourse où les titres sont cotés et à défaut de cotation présumer que le *free float* est de 100 %. Cette définition apparemment objective cache quelques biais : la SIX Swiss Exchange détermine le *free float* sur la base des annonces de participation et d'autres informations auxquelles elle a accès, tout en excluant les participations de certains investisseurs institutionnels – banques et négociants en valeurs mobilières exclus, même s'il s'agit d'investisseurs à long terme qui ne négocient pas leurs titres. En incluant ces titres dans le *free float*, les règles de la SIX rendent les titres plus liquides qu'ils ne le sont en réalité : le *free float* augmentant un volume proportionnellement plus faible suffira à rendre le titre liquide au sens de la circulaire. En même temps, la circulaire ouvre la porte à certaines manœuvres de la part de l'offrant : pendant la phase préalable à la publication de l'offre, l'offrant accroîtra sa participation réduisant ainsi le *free float*. Dans des cas limites, il pourra accélérer ou retarder ses opérations selon qu'il cherche à fonder le prix minimum sur le cours de bourse ou sur une évaluation, ce d'autant que la COPA entend reprendre les données déterminées par la bourse sans les revoir.

En définitive, cette nouvelle circulaire offre un critère plus robuste que son prédécesseur afin de déterminer si un titre est liquide. Elle est indéniablement plus complexe que la règle du 30/60 appliquée jusqu'à peu, mais elle est également moins susceptible d'être manipulée que cette dernière. Certes, malgré les promesses du rapport d'experts, le risque d'utilisation stratégique d'opérations préalables afin d'influencer le *free float* et indirectement la liquidité au sens du droit des OPA ne peut être éliminé. Néanmoins, la circulaire apporte un élément essentiel à un ordre juridique efficient : la sécurité du droit. Désormais, la plupart des offrants et investisseurs savent quel sort les attend en cas d'offre obligatoire. Un seul regret subsiste, si la règle adoptée par la circulaire est indéniablement meilleure que son prédécesseur, le processus réglementaire aurait pu être lui aussi amélioré : à défaut d'une règle formelle introduite dans l'OOPA – une circulaire n'est, comme l'a récemment rappelé le Tribunal administratif fédéral, qu'une ordonnance administrative sans effet obligatoire pour les particuliers (B-7765/2008) – au moins une procédure de consultation aurait été bienvenue.