

11.050

**Messaggio  
concernente la modifica della legge sulle borse  
(Reati borsistici e abusi di mercato)**

del 31 agosto 2011

---

Onorevoli presidenti e consiglieri,

con il presente messaggio vi sottoponiamo, per approvazione, il disegno di modifica della legge sulle borse (reati borsistici e abusi di mercato).

Nel contempo, vi proponiamo di togliere di ruolo i seguenti interventi parlamentari:

2006 M 06.3426      Revisione totale delle norme penali in materia  
di insider trading (S 6.3.08, Wicki; N 13.3.08)

Gradite, onorevoli presidenti e consiglieri, l'espressione della nostra alta considerazione.

31 agosto 2011

In nome del Consiglio federale svizzero:

La presidente della Confederazione, Micheline Calmy-Rey  
La cancelliera della Confederazione, Corina Casanova

---

## Compendio

*Il progetto introduce nel diritto penale e nel diritto in materia di vigilanza norme che sanzionano efficacemente i comportamenti abusivi sul mercato e tengono conto delle regolamentazioni internazionali. L'obiettivo è di rafforzare l'integrità e la competitività della piazza finanziaria svizzera.*

### Situazione iniziale

*Le disposizioni in vigore per lottare contro i comportamenti abusivi sul mercato sono in parte insufficienti. A livello del diritto penale presenta lacune in particolare la fattispecie penale dell'insider trading: è imprecisa e troppo restrittiva rispetto al diritto europeo. La regolamentazione attuale è inoltre problematica, dal punto di vista dello Stato di diritto, per il calcolo della multa in caso di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni. A livello del diritto in materia di vigilanza è criticabile in particolare il fatto che a differenza dell'UE in Svizzera l'insider trading e la manipolazione del mercato non sono vietati per tutti i partecipanti al mercato. Le lacune identificate pregiudicano non solo la protezione dei singoli partecipanti al mercato, bensì anche l'integrità e di conseguenza la competitività della piazza finanziaria svizzera. Il progetto propone pertanto varie misure per eliminare le lacune esistenti.*

### Contenuto del progetto

*A livello del diritto penale, la fattispecie dell'insider trading è estesa e precisata, mentre quella della manipolazione dei corsi resta sostanzialmente invariata. Entrambe le fattispecie sono trasferite dal Codice penale alla legge sulle borse. In adempimento delle raccomandazioni del GAFI e per consentire la firma della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento del terrorismo, sono create le fattispecie qualificate, configurate come crimine, dell'insider trading e della manipolazione dei corsi. La multa massima in caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è portata a 10 milioni di franchi ed è estesa all'inosservanza intenzionale dell'obbligo, constatato da una decisione passata in giudicato, di presentare un'offerta pubblica di acquisto.*

*Nel diritto in materia di vigilanza, l'insider trading e la manipolazione del mercato sono ora vietati per tutti i partecipanti al mercato. Oltre agli affari fittizi, il divieto di manipolazione del mercato comprende anche tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. Per far rispettare i divieti menzionati e le disposizioni concernenti la dichiarazione delle partecipazioni, l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) può applicare gli strumenti di vigilanza dell'obbligo di informare, della decisione di accertamento, della pubblicazione della decisione in materia di vigilanza nonché della confisca dell'utile non solo nei confronti delle persone sottoposte a vigilanza, bensì anche nei confronti degli altri partecipanti al mercato. In caso di sufficienti sospetti di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, alla FINMA è inoltre attribuita la possibilità di ordinare, quali*

---

*misure preventive, una sospensione del diritto di voto e un divieto di acquisto supplementare.*

*Il campo d'applicazione delle disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni e sulle offerte pubbliche di acquisto è esteso alle partecipazioni di società con sede all'estero i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati principalmente in Svizzera. Nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, oltre a piccoli adeguamenti delle prescrizioni procedurali è abolita la possibilità di pagare un premio di controllo. In caso di sufficienti sospetti di violazione dell'obbligo di presentare un'offerta, alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto è inoltre attribuita la competenza di ordinare, quali misure preventive, una sospensione del diritto di voto e un divieto di acquisto supplementare.*

## Indice

<b>Compendio</b>	<b>6110</b>
<b>1 Basi dell'avamprogetto</b>	<b>6114</b>
1.1 Situazione giuridica attuale	6114
1.1.1 In generale	6114
1.1.2 Diritto penale	6114
1.1.3 Diritto in materia di vigilanza	6114
1.1.4 Coordinamento procedurale	6115
1.2 Lacune nel diritto vigente	6116
1.2.1 Diritto penale	6116
1.2.1.1 Divieto di operazioni insider	6116
1.2.1.2 Manipolazione dei corsi	6116
1.2.1.3 Competenza per il perseguimento penale	6117
1.2.1.4 Violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni	6117
1.2.1.5 Violazione dell'obbligo di presentare un'offerta	6117
1.2.2 Diritto in materia di vigilanza	6118
1.2.2.1 Nessun divieto dell'insider trading e della manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza	6118
1.2.2.2 Disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni	6118
1.2.2.3 Disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto	6119
1.2.2.3.1 Premio di controllo	6119
1.2.2.3.2 Campo d'applicazione	6120
1.2.2.3.3 Aspetti procedurali	6120
1.3 Nuovo ordinamento	6121
1.3.1 Diritto penale	6121
1.3.1.1 Insider trading	6121
1.3.1.2 Manipolazione dei corsi	6122
1.3.1.3 Trasferimento del divieto di operazioni insider e della manipolazione dei corsi nella legge sulle borse	6122
1.3.1.4 Competenza per il perseguimento penale	6122
1.3.1.5 Violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni	6123
1.3.1.6 Violazione dell'obbligo di presentare un'offerta	6124
1.3.2 Diritto in materia di vigilanza	6124
1.3.2.1 Divieti di insider trading e manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza	6124
1.3.2.2 Disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni	6124
1.3.2.3 Disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto	6125
1.3.2.3.1 Premio di controllo	6125
1.3.2.3.2 Campo d'applicazione	6127
1.3.2.3.3 Norme procedurali	6127
1.4 Risultati della procedura preliminare	6128
1.4.1 Situazione iniziale	6128
1.4.2 Risultati della procedura di consultazione	6128
1.4.3 Indagine conoscitiva sull'abolizione del premio di controllo	6129

1.4.4	Novità rispetto al progetto posto in consultazione	6130
1.5	Diritto comparato e rapporto con il diritto europeo	6131
1.5.1	Punti essenziali del diritto europeo	6131
1.5.2	Divieto dell'insider trading secondo la MAD	6132
1.5.3	Divieto della manipolazione del mercato secondo la MAD	6133
1.5.4	Valutazione del progetto rispetto al diritto europeo	6133
1.6	Interventi parlamentari	6134
<b>2</b>	<b>Commento ai singoli articoli</b>	<b>6134</b>
2.1	Legge sulle borse	6134
2.2	Modifica del diritto vigente	6143
<b>3</b>	<b>Ripercussioni</b>	<b>6144</b>
3.1	Ripercussioni per la Confederazione	6144
3.2	Ripercussioni per i Cantoni	6144
3.3	Ripercussioni per l'economia	6145
3.3.1	Importanza economica della piazza finanziaria svizzera	6145
3.3.2	Necessità e possibilità di un intervento statale	6146
3.3.3	Ripercussioni per l'economia in generale e i partecipanti al mercato	6147
<b>4</b>	<b>Programma di legislatura</b>	<b>6147</b>
<b>5</b>	<b>Aspetti giuridici</b>	<b>6148</b>
5.1	Costituzionalità e legalità	6148
5.2	Conciliabilità con gli impegni internazionali della Svizzera	6148
5.3	Delega di competenze legislative	6148
<b>Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari</b>		
<b>(Legge sulle borse, LBVM) (Progetto)</b>		<b>6149</b>

# Messaggio

## **1 Basi dell'avamprogetto**

### **1.1 Situazione giuridica attuale**

#### **1.1.1 In generale**

Solo una piazza finanziaria integra gode della fiducia dei partecipanti al mercato finanziario, dispone di una buona reputazione internazionale e contribuisce così al buon andamento dell'economia svizzera. Un importante contributo al mantenimento e alla promozione dell'integrità della piazza finanziaria svizzera proviene dalla lotta sistematica e conforme alle regolamentazioni internazionali contro i comportamenti abusivi sul mercato. Tra di essi figurano tutti i comportamenti che compromettono la funzionalità del mercato finanziario.

Il legislatore svizzero tiene conto dell'importanza economica della funzionalità del mercato finanziario lottando contro i comportamenti abusivi sul mercato sia a livello del diritto penale che a livello del diritto in materia di vigilanza. Le disposizioni penali e in materia di vigilanza sono completate in parte dalle norme sull'auto-disciplina, in particolare da quelle della borsa e dell'Associazione svizzera dei banchieri.

#### **1.1.2 Diritto penale**

A livello del diritto penale, il perseguimento dei cosiddetti reati borsistici mira in particolare a lottare contro gli abusi di mercato. Tra di essi figurano le fattispecie dello sfruttamento della conoscenza di fatti confidenziali (insider trading; art. 161 CP<sup>1</sup>) e della manipolazione dei corsi (art. 161<sup>bis</sup> CP).

I reati menzionati sono perseguiti e giudicati dalle autorità di perseguimento penale e dai tribunali cantonali competenti, in applicazione del Codice di diritto processuale penale del 5 ottobre 2007<sup>2</sup> (CPP).

#### **1.1.3 Diritto in materia di vigilanza**

I comportamenti abusivi particolarmente dannosi per il mercato sono vietati sia dal diritto penale sia dal diritto in materia di vigilanza. A livello del diritto in materia di vigilanza sono inoltre combattuti i comportamenti abusivi sul mercato la cui gravità non giustifica una sanzione penale. Disposizioni corrispondenti figurano in particolare nella legge del 24 marzo 1995<sup>3</sup> sulle borse (LBVM), nonché nelle circolari dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), in particolare nella circolare 08/38 (norme di condotta sul mercato), con cui la FINMA ha stabilito comportamenti abusivi sul mercato per certi istituti sottoposti alla sua vigilanza.

<sup>1</sup> RS 311.0

<sup>2</sup> RS 312.0

<sup>3</sup> RS 954.1

Di norma, le violazioni del diritto in materia di vigilanza sono punite dalla FINMA nell'ambito della procedura di vigilanza, disciplinata dalle disposizioni della legge federale del 20 dicembre 1968<sup>4</sup> sulla procedura amministrativa (PA). Nei confronti delle persone sottoposte a vigilanza, e cioè delle persone menzionate all'articolo 3 LFINMA e dei loro dipendenti con funzione dirigenziale, nonché nei confronti delle persone che operano nel commercio di valori mobiliari, la FINMA può adottare le misure di vigilanza previste dalla LFINMA e dall'articolo 35a LBVM.

Siccome a differenza del diritto penale il diritto in materia di vigilanza non mira a reagire a un comportamento scorretto, bensì a tutelare i creditori, gli investitori, gli assicurati e la funzionalità dei mercati finanziari, in linea di massima l'adozione di misure di vigilanza non presuppone una colpa personale dell'interessato. In determinati casi, la violazione colpevole di disposizioni in materia di vigilanza può però essere sanzionata penalmente, ad esempio in caso di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo l'articolo 20 (cfr. art. 41 LBVM).

#### **1.1.4 Coordinamento procedurale**

Spesso le disposizioni in materia di vigilanza per lottare contro gli abusi di mercato si sovrappongono con fattispecie di diritto penale. In tal caso sono avviate due procedure sostanzialmente indipendenti, una di vigilanza e una di diritto penale. Affinché l'intervento di un'autorità non ostacoli o addirittura non comprometta la procedura dell'altra, esse devono coordinarsi (art. 38 cpv. 2 LFINMA). Ciò significa che la FINMA e l'autorità di perseguimento penale incaricata della causa devono mettersi d'accordo su quale procedura portare avanti prioritariamente e quando effettuare quali azioni in quale procedura – secondo le disposizioni applicabili corrispondenti.<sup>5</sup>

La procedura di vigilanza mira a eliminare le irregolarità identificate e a ripristinare al più presto la situazione conforme. La procedura penale riguarda invece in primo luogo fatti avvenuti. Di norma è quindi portata avanti per prima la procedura di vigilanza. Ciò è giustificato anche dal fatto che le fattispecie in materia di vigilanza sono di norma definite in modo meno restrittivo di quelle del diritto penale. In particolare in caso di prescrizione penale avanzata può tuttavia essere opportuno portare avanti la procedura penale e la procedura di vigilanza simultaneamente, o perlomeno anticipare determinate misure di diritto penale ai fini di conservare le prove.

<sup>4</sup> RS 172.021

<sup>5</sup> Cfr. Schwob Renate/Wohlers Wolfgang, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (ed.), Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2<sup>a</sup> ed., Basilea 2011, n. 5 seg. concernente l'art. 38 LFINMA.

## 1.2 **Lacune nel diritto vigente**

### 1.2.1 **Diritto penale**

#### 1.2.1.1 **Divieto di operazioni insider**

La fattispecie dell'insider trading vigente (art. 161 CP) è criticabile in particolare per i seguenti punti:

- *cerchia di persone*: ai sensi dell'articolo 161 numero 1 CP possono essere insider unicamente i membri del consiglio d'amministrazione, della direzione o dell'organo di revisione, i mandatari di una società anonima o di una società che la domina o ne dipende, i membri di una borsa, i funzionari o gli ausiliari di una delle persone enumerate. Gli azionisti e le persone che hanno ottenuto un'informazione insider attraverso un reato di per sé non rientrano nella definizione di insider. Anche una persona che viene a conoscenza casualmente di un'informazione insider e la sfrutta o la comunica a terzi non è punibile.

Questa definizione restrittiva della cerchia di persone non tutela in misura sufficiente la funzionalità del mercato finanziario e le pari opportunità degli investitori ed è quindi inadeguata. Si scosta inoltre dal diritto della maggior parte degli Stati membri dell'UE, in base al quale entra in considerazione quale insider qualsiasi persona che dispone di informazioni privilegiate. Questa divergenza racchiude un rischio per la reputazione della piazza finanziaria svizzera;

- *l'oggetto del reato* sono fatti confidenziali, la cui conoscenza eserciterà verosimilmente un influsso notevole sul corso di azioni, altri titoli o corrispondenti valori contabili della società negoziati in borsa o in preborsa in Svizzera oppure di opzioni su tali titoli. Sono equiparati i certificati di quote, altri titoli, i valori contabili e le opzioni corrispondenti di cooperative e società straniere che producono lo stesso effetto. Questa descrizione è imprecisa e in parte superata;
- *il reato di insider trading* ai sensi dell'articolo 161 numero 1 CP consiste nello «sfruttamento» o nella «trasmissione» di fatti confidenziali. Questa descrizione non specifica se sono incluse o meno le raccomandazioni di acquisto o di vendita basate su informazioni insider<sup>6</sup>;
- *qualificazione*: l'attuazione delle raccomandazioni del GAFI e la ratifica della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento del terrorismo presuppongono una configurazione come crimine della fattispecie dell'insider trading.

#### 1.2.1.2 **Manipolazione dei corsi**

Oltre alla diffusione di informazioni che inducono in errore, il reato della manipolazione dei corsi (art. 161<sup>bis</sup> CP) comprende unicamente l'acquisto e la vendita fittizi di valori mobiliari. Rientrano in questi affari fittizi in particolare i cosiddetti «Wash

<sup>6</sup> Cfr. Hürlimann Silvan, Der Insiderstraftatbestand, GSKR 4/2006, pag. 317.



*Sales*» e «*Matched Orders*», e cioè transazioni che si compensano economicamente o nell'ambito delle quali l'avente diritto economico non cambia. A differenza del diritto di alcuni Stati europei, come ad esempio la Germania, il diritto svizzero non contempla le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. Bisogna chiedersi se ciò protegga in misura sufficiente il mercato e se non sussista un rischio per la reputazione della piazza finanziaria svizzera.

A ciò si aggiunge il fatto che l'attuazione delle raccomandazioni del GAFI e la ratifica della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento del terrorismo presuppongono una configurazione come crimine della fattispecie penale della manipolazione dei corsi.

### **1.2.1.3 Competenza per il perseguimento penale**

L'insider trading e la manipolazione dei corsi sono per natura reati complessi. Il loro perseguimento e giudizio richiedono particolari conoscenze specialistiche. L'esperienza mostra che per i Cantoni piccoli, che solo raramente hanno a che fare con il perseguimento dei reati menzionati, è difficile disporre di queste conoscenze. La competenza dei Cantoni per il perseguimento e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi è inoltre problematica nell'ottica dello sviluppo di una prassi unitaria.

### **1.2.1.4 Violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni**

In base all'articolo 41 LBVM vigente, in caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni la multa è calcolata sulla differenza tra la nuova quota di cui dispone la persona tenuta all'obbligo di dichiarazione e l'ultimo valore limite da essa dichiarato. La multa ammonta al massimo al doppio del prezzo di acquisto o di vendita (art. 41 cpv. 2 LBVM). Non è quindi fissato un importo massimo concreto della multa. Ciò è problematico dal punto di vista dello Stato di diritto. In casi estremi possono inoltre essere comminate multe miliardarie, il che non corrisponde alla gravità del reato.

### **1.2.1.5 Violazione dell'obbligo di presentare un'offerta**

A differenza della violazione degli obblighi di dichiarazione di cui agli articoli 20 e 31 LBVM, la violazione dell'obbligo di presentare un'offerta secondo l'articolo 32 LBVM non comporta sanzioni penali. Ciò è materialmente scorretto, tanto più che la violazione dell'obbligo di presentare un'offerta ha gravi conseguenze per gli azionisti di minoranza, dal momento che non viene offerta loro alcuna via di uscita in caso di assunzione del controllo.

## **1.2.2 Diritto in materia di vigilanza**

### **1.2.2.1 Nessun divieto dell'insider trading e della manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza**

L'UE applica un divieto generale di diritto amministrativo dell'insider trading e della manipolazione del mercato, in base al quale oltre agli affari fittizi la manipolazione del mercato comprende anche tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. In Svizzera, in base alla circolare 08/38 (norme di condotta sul mercato) della FINMA questi comportamenti sono vietati solo per determinate persone sottoposte alla vigilanza della FINMA. In questo modo, la funzionalità del mercato finanziario e gli investitori non sono tutelati in misura sufficiente. La discrepanza con il diritto dell'UE potrebbe inoltre ripercuotersi negativamente sulla reputazione della piazza finanziaria svizzera, creando uno svantaggio competitivo e offrendo un pretesto per la discriminazione dei fornitori di servizi finanziari svizzeri nell'UE.

### **1.2.2.2 Disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni**

L'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo l'articolo 20 LBVM si applica ai titoli di partecipazione di tutte le società che hanno sede statutaria in Svizzera e i cui titoli di partecipazione sono quotati in una borsa in Svizzera. Non vi è quindi alcun obbligo di dichiarazione in relazione ai titoli di partecipazione di società quotate in Svizzera che, pur esercitando la loro attività economica prevalentemente in Svizzera (cosiddetta sede effettiva), hanno sede statutaria all'estero. In questo caso, se nemmeno il diritto estero prevede un obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, la trasparenza del mercato svizzero non è sufficientemente garantita, il che finirebbe con il compromettere la funzionalità del mercato finanziario e la tutela degli investitori.

Un altro aspetto problematico è costituito dal fatto che, benché le disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni (art. 20 e 21 LBVM) si applichino a tutti i partecipanti al mercato, la FINMA può adottare misure di vigilanza solo se persone sottoposte a vigilanza hanno violato le disposizioni. Inoltre lo strumento della sospensione del diritto di voto previsto dall'articolo 20 capoverso 4<sup>bis</sup> LBVM vigente è insoddisfacente per vari motivi. Per prima cosa, dal punto di vista materiale, non è chiaro quale sia l'effetto della sospensione del diritto di voto<sup>7</sup>. Inoltre, la sospensione del diritto di voto non è coordinata con gli strumenti di vigilanza della FINMA introdotti con la LFINMA. In caso di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, oggi la FINMA ha in particolare la possibilità di ordinare una confisca dell'utile (art. 35 LFINMA) o un divieto di esercizio della professione (art. 33 LFINMA). Lo strumento della sospensione definitiva del diritto di voto appare quindi sproporzionato. Dal punto di vista formale risulta insoddisfacente la competenza del tribunale civile di ordinare una sospensione del diritto di voto. L'esperienza mostra che di norma il tribunale civile aspetta il risultato dell'inchiesta della FINMA prima di decidere. Non è praticamente mai pronunciata una sospensione preventiva del diritto di voto. Di conseguenza, la persona che ha violato l'obbligo di

<sup>7</sup> Cfr. Kunz Peter, Die Stimmrechtssuspension im revidierten Börsengesetz, SZW 3/2008, pag. 280 segg.

dichiarazione può votare, esercitare i suoi diritti di voto ed eventualmente assumere il controllo della società immediatamente dopo l'acquisto. Un altro elemento problematico è il fatto che la sospensione del diritto di voto può essere aggirata con l'acquisto di partecipazioni supplementari. La base giuridica attuale non tutela quindi in misura sufficiente lo status quo della società.

### **1.2.2.3 Disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto**

#### **1.2.2.3.1 Premio di controllo**

Secondo l'articolo 32 capoverso 4 LBVM, il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto deve corrispondere almeno al corso in borsa e non deve essere inferiore di oltre il 25 per cento al prezzo più elevato pagato dall'offerente negli ultimi dodici mesi per titoli di partecipazione della società mirata. Di conseguenza, prima della pubblicazione della sua offerta pubblica di acquisto, entro un certo limite l'offerente può pagare agli azionisti principali un prezzo superiore a quello offerto agli azionisti di minoranza nell'offerta pubblica di acquisto (cosiddetto premio di controllo).

La possibilità di pagare un premio di controllo viola il principio della parità di trattamento degli azionisti vigente nel diritto sulle offerte pubbliche di acquisto, facendo sì che invece di negoziare il prezzo per l'offerta pubblica i grandi azionisti di una società mirata – e di conseguenza spesso anche il Consiglio d'amministrazione da essi dominato – si concentrano sulla negoziazione del prezzo per l'acquisto preliminare dei pacchetti di azioni determinanti. Alla fine agli azionisti pubblici è offerto un prezzo troppo basso, contrariamente allo scopo dell'obbligo di presentare un'offerta<sup>8</sup>. Inoltre i negoziati sul prezzo non sono trasparenti, il che scardina in parte il meccanismo di mercato.

Conformemente all'articolo 5 capoverso 4 della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, entrata in vigore il 20 maggio 2004, per principio l'offerente deve presentare la sua offerta al prezzo massimo pagato per gli stessi titoli da lui o da persone che agiscono di concerto con lui in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta. Gli Stati membri dell'UE non possono quindi stabilire un premio di controllo nel diritto nazionale. Non prevedono alcun premio di controllo anche numerose altre piazze finanziarie in cui vige un obbligo di dichiarazione, ad esempio la Cina, la Russia nonché la Pennsylvania e il Maine, negli Stati Uniti.<sup>9</sup> La divergenza con gli ordinamenti giuridici menzionati suscita l'incomprensione degli investitori stranieri, ripercuotendosi negativamente sulla loro propensione agli investimenti e di conseguenza sull'afflusso di liquidità. La piazza finanziaria svizzera, costretta ad affermarsi in una concorrenza internazionale sempre più agguerrita (cfr. le considerazioni al punto 3.3.1), subisce così uno svantaggio competitivo, il che potrebbe ripercuotersi negativamente sull'economia svizzera.

<sup>8</sup> Cfr. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berna 2009, pag. 201 seg.; Böckli Peter, Schweizer Aktienrech, 4<sup>a</sup> ed., Zurigo/Basilea/Ginevra 2009, n. 242a.

<sup>9</sup> Cfr. Daeniker Daniel, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in Tschäni (ed.), Merger & Aquisitions XIII, Zurigo 2010, pag. 122 segg.

Un altro aspetto insoddisfacente è costituito dal fatto che il premio di controllo può essere pagato anche quando le azioni acquistate non creano alcun controllo, ad esempio per attirare determinati azionisti importanti dalla parte dell'offerente.

### **1.2.2.3.2 Campo d'applicazione**

Secondo l'articolo 22 capoverso 1 LBVM, le disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto si applicano alle partecipazioni a società svizzere i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati in Svizzera. Per principio, una società è «svizzera» se ha sede statutaria in Svizzera. In caso contrario si tratta di una società straniera, con la conseguenza che per principio il diritto svizzero sulle offerte pubbliche di acquisto non è applicabile, anche se la società è quotata esclusivamente in una borsa in Svizzera. Se non è applicabile neanche il diritto straniero sulle offerte pubbliche di acquisto (cosiddetto conflitto negativo di regolamentazione), gli interessi degli azionisti pubblici non sono tutelati in misura sufficiente.

### **1.2.2.3.3 Aspetti procedurali**

La competenza del tribunale civile di ordinare una sospensione del diritto di voto in caso di violazione dell'obbligo di presentare un'offerta (art. 32 cpv. 7 LBVM) pone sostanzialmente gli stessi problemi sollevati dalla disposizione analoga dell'articolo 20 capoverso 4<sup>bis</sup> LBVM (cfr. 1.2.2.2).

Secondo l'articolo 33b capoverso 3 LBVM, gli azionisti che detengono almeno il due per cento dei diritti di voto, esercitabili e non esercitabili, della società mirata, hanno la qualità di parte nella procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto, se la richiedono. L'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni sussiste tuttavia solo a partire da una partecipazione del tre per cento (art. 20 cpv. 1 LBVM). Un offerente non è pertanto in grado di identificare in modo affidabile gli azionisti che potrebbero intervenire nella procedura e valutare il rischio di interventi prima della pubblicazione della sua offerta – da cui non può tirarsi indietro.<sup>10</sup> Ciò potrebbe tradursi in processi inutili e spesso lunghi, che fanno vacillare la certezza del diritto e di conseguenza la funzionalità del mercato. Per lo stesso motivo è problematica anche l'applicabilità delle disposizioni giuridiche sulla sospensione dei termini nella procedura di ricorso dinanzi al Tribunale amministrativo federale.

Conformemente all'articolo 33c capoverso 3 LBVM, l'articolo 33b LBVM è applicabile alla procedura di ricorso dinanzi alla FINMA. La qualità di parte dinanzi alla FINMA è quindi stabilita secondo l'articolo 33b capoversi 2 e 3 LBVM. Benché il legislatore intendesse limitare la qualità di parte dinanzi alla FINMA alle persone già comparse dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto, il testo non esclude che anche azionisti non comparsi quale parte nella procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto possano comparire dinanzi alla FINMA. D'altro canto azionisti che avevano qualità di parte dinanzi alla Commis-

<sup>10</sup> Cfr. Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (ed.), *Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz*, 2<sup>a</sup> ed., Basilea 2011, n. 14 concernente l'art. 33b LBVM.

sione delle offerte pubbliche di acquisto possono non essere autorizzati a impugnare la decisione della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto dinanzi alla FINMA, se nel corso della procedura non soddisfano più le condizioni. Questa interpretazione della legge sarebbe materialmente scorretta ed è evidente che non corrisponde alle intenzioni del legislatore.

Per finire suscita malumori anche il fatto che stando al testo dell'articolo 23 capoverso 5 LBVM la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto non può imporre tasse agli azionisti con qualità di parte.

## **1.3 Nuovo ordinamento**

### **1.3.1 Diritto penale**

#### **1.3.1.1 Insider trading**

La fattispecie penale dell'insider trading è estesa e formulata in modo più preciso. Spiccano i seguenti punti:

- la *cerchia di persone* è estesa: ora chiunque può essere un insider. Non si richiedono più criteri speciali ai sensi della legislazione in vigore (art. 161 n. 1 CP);
- l'*oggetto del reato* è costituito da informazioni confidenziali, la cui conoscenza consente di esercitare un influsso notevole sul corso di valori mobiliari negoziati in borsa in Svizzera (cosiddette informazioni insider). Il termine di «fatto» è sostituito da «informazione». La Svizzera si adegua così alla terminologia corrente nell'UE. A questa modifica terminologica non è associata alcuna estensione del campo d'applicazione materiale della norma penale. I valori mobiliari in questione devono essere ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Sono inclusi i derivati standard che possono essere diffusi in vasta scala sul mercato (cfr. art. 2 lett. a LBVM). Le espressioni «confidenzialità» e «rilevanza ai fini del corso» corrispondono a quelle del diritto vigente;
- il *reato* dell'insider (primario) è formulato in modo più preciso rispetto al diritto vigente. All'insider è vietato ottenere per sé o per altri un vantaggio patrimoniale sfruttando un'informazione insider per acquistare o alienare valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera o impiegare strumenti finanziari derivati (fattispecie 1), comunicando le informazioni insider ad altri (fattispecie 2) o raccomandando ad altri, in base a un'informazione insider, l'acquisto o l'alienazione di valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera o l'impiego di strumenti finanziari derivati (fattispecie 3). In questo modo si includono anche le transazioni con prodotti OTC non standardizzati se esse si riferiscono a valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Non ha alcuna importanza il fatto che la transazione in questione sia effettuata sul mercato regolamentato o meno;
- per tener conto delle raccomandazioni del GAFI e consentire la ratifica della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento

del terrorismo, è creata la fattispecie qualificata, configurata come crimine, dell'insider trading.

### **1.3.1.2 Manipolazione dei corsi**

La fattispecie penale della manipolazione dei corsi è leggermente riveduta a livello redazionale, rinunciando al criterio del «carattere illegittimo» del vantaggio patrimoniale e chiarendo che è vietata anche la diffusione di informazioni che danno segnali falsi, oltre a quella di informazioni che inducono in errore. Dato che la legislazione svizzera non contiene disposizioni che stabiliscono quando il vantaggio patrimoniale conseguito con una manipolazione dei corsi è legittimo e quando esso è illegittimo, questa esigenza non trova riscontri pratici. Non si parla più di valori mobiliari negoziati in borsa, bensì di valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Questa espressione è più chiara ed è utilizzata anche nella fattispecie penale dell'insider trading.

Si rinuncia a estendere la fattispecie della manipolazione dei corsi alle transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. La gravità o la dannosità di questi comportamenti non giustificano una sanzione penale. La tutela del mercato finanziario e degli investitori è garantita dal fatto che le transazioni menzionate sono ora vietate dal diritto in materia di vigilanza per tutti i partecipanti al mercato (cfr. 1.3.2.1). Anche la maggior parte degli Stati membri dell'UE punisce le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio esclusivamente a livello del diritto amministrativo (cfr. 1.5.3).

Per tener conto delle raccomandazioni del GAFI e consentire la ratifica della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento del terrorismo, è creata la fattispecie qualificata, configurata come crimine, della manipolazione dei corsi.

### **1.3.1.3 Trasferimento del divieto di operazioni insider e della manipolazione dei corsi nella legge sulle borse**

Le fattispecie dell'insider trading e della manipolazione dei corsi sono strettamente correlate alle borse. In particolare, i beni giuridici protetti dai reati menzionati – la garanzia della funzionalità del mercato dei capitali e la protezione degli investitori nel senso delle pari opportunità – coincidono con gli obiettivi della legge sulle borse. Tali reati sono pertanto tolti dal Codice penale e inseriti nella legge sulle borse. Oltre a offrire il vantaggio di disciplinare tutti i reati borsistici in un unico atto materiale, questa modifica consente di far ricorso a termini definiti nella legge sulle borse.

### **1.3.1.4 Competenza per il perseguimento penale**

La competenza per il perseguimento penale e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi è trasferita dalle autorità cantonali al Ministero pubblico della Confederazione e al Tribunale penale federale. Questa modifica consente di centralizzare le capacità e le conoscenze necessarie per perseguire i reati menzionati, evitando così doppioni e inefficienze.

L'avamprogetto messo in consultazione prevedeva di trasferire al Ministero pubblico della Confederazione anche la competenza di perseguire sul piano penale le violazioni dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo l'articolo 41 LBVM. Tuttavia, tale trasferimento di competenze non era giustificato. Durante la procedura di consultazione soltanto la FINMA ha messo in evidenza questo aspetto, criticando il trasferimento isolato di un reato legato ai mercati finanziari.

Un esame approfondito della questione ha mostrato che non vi è una relazione sufficientemente importante tra le fattispecie dell'insider trading e della manipolazione dei corsi, da un lato, e quella della violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, dall'altro, che giustifichi un trasferimento al Ministero pubblico della Confederazione anche del perseguimento di quest'ultima. Mentre l'insider trading e la manipolazione dei corsi sono finora stati considerati reati penali e presentano analogie con infrazioni quali la truffa o altri reati simili, la violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è un'infrazione alla legislazione in materia di mercati finanziari. Ogni legge applicabile ai mercati finanziari attribuisce la competenza di reprimere simili infrazioni al Dipartimento federale delle finanze (DFF). Trasferire la competenza di perseguire e giudicare chi viola l'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni significherebbe disperdere, e quindi in parte dilapidare, le capacità e le conoscenze acquisite in seno al DFF nell'ambito della legislazione in materia di mercati finanziari. È importante che ogni reato legato ai mercati finanziari sia giudicato da un'unica autorità, che sia in grado di mettere a frutto le capacità e le conoscenze acquisite e di applicare criteri uniformi. Di conseguenza, il DFF resta competente per perseguire e giudicare la violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, oltre agli altri reati legati ai mercati finanziari.

### **1.3.1.5                      Violazione dell'obbligo di dichiarazione    delle partecipazioni**

Per tener conto del principio di legalità e della gravità della disposizione, la multa massima in caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è fissata a 10 milioni di franchi. Questo importo tiene conto del fatto che di norma la commissione del reato presuppone l'impiego di importi milionari. La multa massima prevista oggi per la commissione di reati per negligenza, pari a un milione di franchi, è stata introdotta solo nel 2009 e resta adeguata.

Multe più elevate o una qualificazione come delitto non corrisponderebbero alla gravità del reato. Occorre inoltre tener presente che con questo progetto alla FINMA è attribuita la competenza di ordinare a titolo preventivo, nei confronti di tutti i partecipanti al mercato, una sospensione del diritto di voto e un divieto di acquisto supplementare in caso di sospetti sufficienti di mancata dichiarazione delle partecipazioni contrariamente agli obblighi di cui all'articolo 20 LBVM, nonché di confiscare un eventuale utile in caso di constatazione di una violazione dell'obbligo di dichiarazione. Benché non si tratti di sanzioni penali, bensì di misure di vigilanza orientate al futuro e al ripristino di una situazione regolare, a conti fatti è presumibile che le multe proposte in combinazione con gli strumenti di vigilanza della FINMA avranno un effetto deterrente sufficiente per prevenire le violazioni degli obblighi di dichiarazione.

### **1.3.1.6 Violazione dell'obbligo di presentare un'offerta**

Per migliorare l'applicabilità dell'obbligo di presentare un'offerta è introdotta una nuova disposizione penale, che prevede che sia punito con la multa fino a dieci milioni di franchi chiunque, intenzionalmente, non dà seguito a una decisione definitiva che constata l'obbligo di presentare un'offerta. L'importo della multa si orienta a quello in caso di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni. Le due fattispecie presentano una gravità equivalente.

### **1.3.2 Diritto in materia di vigilanza**

#### **1.3.2.1 Divieti di insider trading e manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza**

Data la loro dannosità elevata per il mercato finanziario, nonché per colmare una lacuna rispetto al diritto europeo, l'insider trading e la manipolazione del mercato sono vietati dal diritto in materia di vigilanza per tutti i partecipanti al mercato. Oltre agli affari fittizi, il divieto di manipolazione del mercato comprende – a differenza della fattispecie penale della manipolazione dei corsi – anche tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio.

Siccome a differenza del diritto penale il diritto in materia di vigilanza mira non a reagire a un comportamento scorretto, bensì a tutelare i creditori, gli investitori, gli assicurati nonché la funzionalità dei mercati finanziari, a differenza delle fattispecie penali dell'insider trading e della manipolazione dei corsi i divieti di insider trading e manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza non presuppongono nessun vantaggio patrimoniale, nessuna intenzione di arricchirsi e nessuna colpa soggettiva. Per evitare che i divieti siano troppo incisivi, il Consiglio federale emanerà prescrizioni concernenti i comportamenti ammissibili.

La violazione dei divieti di insider trading e manipolazione del mercato ai sensi del diritto in materia di vigilanza è punita dalla FINMA nella procedura di vigilanza. Nei confronti delle persone sottoposte a vigilanza, la FINMA può ordinare le misure di vigilanza previste nella LFINMA, nonché un divieto di esercitare l'attività secondo l'articolo 35a LBVM. Nei confronti degli altri partecipanti al mercato, la FINMA può impiegare unicamente i seguenti strumenti di vigilanza: obbligo di informare, decisione di accertamento, pubblicazione della decisione in materia di vigilanza, nonché confisca dell'utile. L'applicabilità degli altri strumenti di vigilanza della LFINMA, in particolare del divieto di esercizio della professione, è invece inadeguata e sproporzionata per gli altri partecipanti al mercato.

#### **1.3.2.2 Disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni**

Per evitare conflitti negativi di regolamentazione, l'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo l'articolo 20 LBVM si applica ora anche in relazione alle partecipazioni di società con sede all'estero, i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati in Svizzera.



Affinché possa far rispettare le disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni non solo alle persone sottoposte a vigilanza, bensì anche agli altri partecipanti al mercato, alla FINMA sono messi a disposizione gli strumenti di vigilanza dell'obbligo di informare, della decisione di accertamento, della pubblicazione della decisione in materia di vigilanza nonché della confisca dell'utile. L'applicabilità degli altri strumenti di vigilanza della LFINMA, come il divieto di esercizio della professione, sarebbe inadeguata e sproporzionata.

Per proteggere lo status quo della società durante una sospensione del diritto di voto nonché per motivi di economia processuale, inoltre, la competenza di sospendere il diritto di voto è trasferita dal tribunale civile alla FINMA. La sospensione del diritto di voto diventa così uno strumento di vigilanza della FINMA.

Inoltre la sospensione del diritto di voto diventa uno strumento esclusivamente preventivo. Ciò significa che va abrogata non appena la FINMA ha constatato che l'obbligo di dichiarazione non è stato violato o che la persona in questione ha ottemperato inequivocabilmente al suo obbligo di dichiarazione. Questo adeguamento tiene conto del fatto, descritto al punto 1.2.2.2, che l'applicazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è stata nettamente migliorata con la creazione dei nuovi strumenti di vigilanza della FINMA e che con il presente progetto gli strumenti di vigilanza della FINMA sono estesi ulteriormente. In particolare, la FINMA ha ora la possibilità di confiscare un utile o una perdita evitata nei confronti di tutti i partecipanti al mercato che non hanno ottemperato ai loro obblighi di dichiarazione di cui all'articolo 20 LBVM. Inoltre, l'autorità di perseguimento penale può ordinare una multa. Lo strumento della sospensione definitiva del diritto di voto, problematico da vari punti di vista (nessun diritto di parte per gli azionisti e la società nella procedura amministrativa, intervento nella libertà della proprietà e nella libertà economica, effetto di diritto civile della sospensione del diritto di voto, concentrazione di potere sulla FINMA), diventa così obsoleto.

Per evitare che la sospensione del diritto di voto possa essere aggirata mediante l'acquisto di nuove partecipazioni, in futuro FINMA potrà inoltre decidere un divieto di acquisto supplementare.

### **1.3.2.3 Disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto**

#### **1.3.2.3.1 Premio di controllo**

Secondo l'articolo 32 capoverso 4 LBVM, in futuro il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto dovrà essere uguale o maggiore al corso in borsa e al prezzo più elevato pagato dall'offerente negli ultimi dodici mesi per titoli di partecipazione della società mirata (art. 32 cpv. 4 P-LBVM). È così soppressa la possibilità di pagare un premio di controllo.

Come rilevato al punto 1.2.2.3.1, la possibilità di pagare un premio di controllo compromette la competitività della piazza finanziaria e borsistica svizzera. Una borsa funzionante ed efficiente costituisce un fattore importante per la piazza finanziaria svizzera. Per questo motivo è importante adeguare la legislazione in materia di borse in modo tale che la borsa svizzera resti competitiva. E pertanto soppressa la possibilità di pagare un premio di controllo.

L'argomento iniziale del legislatore secondo cui la possibilità di controllo rappresenta un valore economico da pagare attraverso un premio deve slittare in secondo piano non solo rispetto alla competitività della piazza finanziaria svizzera, bensì anche rispetto al principio della parità di trattamento. La parità di trattamento è uno degli obiettivi principali della legge sulle borse (cfr. art. 1 LBVM) e aumenta l'afflusso di fondi sul mercato dei capitali, dal momento che grazie al principio della parità di trattamento l'investitore medio può aspettarsi un rendimento superiore.<sup>11</sup> Occorre inoltre tener presente che un grande azionista ha partecipato in prima persona alla quotazione della società o ha acquistato la sua grande partecipazione sul mercato successivamente. In entrambi i casi ha sfruttato i vantaggi del mercato e di conseguenza deve anche accettare la parità di trattamento degli azionisti associata al mercato.<sup>12</sup>

Una semplice limitazione della possibilità di pagare un premio di controllo alle partecipazioni di controllo non terrebbe abbastanza conto dell'importanza della competitività della piazza finanziaria svizzera e del principio della parità di trattamento.

Sussiste quindi un interesse pubblico preponderante per l'abolizione della possibilità di pagare un premio di controllo, e si tratta inoltre di una decisione proporzionata. La modifica non rappresenta quindi un'ingerenza inammissibile nella libertà contrattuale.

Non si prevede che in seguito all'abolizione della possibilità di pagare il premio di controllo determinate offerte non saranno più presentate o che le offerte pubbliche d'acquisto diventeranno più costose. L'offerente interessato al controllo aggiungerà piuttosto il valore supplementare del controllo al prezzo dell'offerta invece di pagarlo quale premio a un grande azionista nell'ambito di un acquisto preliminare.<sup>13</sup> Data la vicinanza geografica, per le imprese quotate sulla borsa svizzera dovrebbero costituire alternative soprattutto piazze borsistiche europee come Londra o Francoforte. Siccome tuttavia l'UE non applica alcun premio di controllo, la modifica non spingerà le imprese a non farsi più quotare in Svizzera. Siccome oltre all'UE anche numerose altre piazze finanziarie non ammettono il pagamento di un premio di controllo, non è neanche presumibile che in futuro gli investitori non investiranno più in imprese quotate su una borsa svizzera. La modifica non comporta quindi alcun svantaggio competitivo per la borsa svizzera.

La modifica proposta non chiede una limitazione della possibilità di escludere statutariamente l'applicabilità delle disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto (art. 22 cpv. 2 e 3 LBVM). Come mostra l'esperienza, un cosiddetto *opting-out* è generalmente considerato in contraddizione con la protezione della minoranza e con una buona corporate governance, con possibili ripercussioni negative sul corso in borsa. Per gli azionisti di minoranza è comunque problematico solo l'*opting-out* a posteriori. La sua introduzione unicamente allo scopo di esonerare un offerente concreto dall'obbligo di presentare un'offerta e di conseguenza dal divieto di pagare un premio di controllo sarebbe selettiva e non sarebbe tollerata dalla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto già in base alla prassi attuale.

<sup>11</sup> Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berna 2009, pag. 31 seg.

<sup>12</sup> Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berna 2009, pag. 202 seg.

<sup>13</sup> Cfr. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berna 2009, pag. 32; Jentsch Valentin, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung, GesKR 3/2010, pag. 375.

Ci si basa sul prezzo pagato dall'offerente nel corso degli ultimi dodici mesi per titoli di partecipazione della società mirata. Un termine più breve non terrebbe sufficientemente conto del principio della parità di trattamento del diritto sulle borse. Il termine si orienta inoltre alla regolamentazione della Gran Bretagna, il cui ordinamento sulle offerte pubbliche di acquisto, che vanta oltre 40 anni di storia, è stato preso quale modello dalla Svizzera e dall'UE.

La grandezza di riferimento «corso in borsa» è mantenuta. Senza il prezzo minimo pari al corso in borsa, in caso di corsi in rialzo sarebbe possibile offrire un prezzo inferiore al corso in borsa se l'acquisto precedente è avvenuto a un prezzo inferiore al corso in borsa. Un'offerta del genere non sarebbe economicamente interessante per gli azionisti e consentirebbe alle persone tenute a presentare un'offerta di sottrarsi al proprio obbligo.

### **1.3.2.3.2 Campo d'applicazione**

Le disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto (art. 22 segg. LBVM) si applicano ora anche alle partecipazioni di società con sede all'estero, i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati principalmente in Svizzera. Sono così evitati conflitti negativi di regolamentazione e tutelati meglio gli interessi degli azionisti pubblici.

### **1.3.2.3.3 Norme procedurali**

La possibilità prevista all'articolo 32 capoverso 7 LBVM di ordinare una sospensione del diritto di voto in caso di violazione dell'obbligo di presentare un'offerta è trasferita alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto e completata con un divieto di acquisto supplementare per proteggere lo status quo della società mirata e far rispettare meglio l'obbligo di presentare un'offerta. Per motivi di proporzionalità, entrambe le misure devono essere abrogate non appena la FINMA ha constatato che non sussiste alcun obbligo di presentare un'offerta o che la persona in questione ha ottemperato inequivocabilmente al suo obbligo di presentare un'offerta. Esse hanno quindi un effetto puramente preventivo.

L'articolo 33b capoverso 3 LBVM è modificato in modo tale che gli azionisti che detengono almeno il tre per cento (invece dell'attuale due per cento) dei diritti di voto, esercitabili e non esercitabili, della società mirata possano richiedere la qualità di parte nella procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto. L'adeguamento all'articolo 20 LBVM, che prevede un obbligo di dichiarazione solo a partire da una partecipazione del tre per cento, consente all'offerente di valutare meglio il suo rischio di processo, accelerando così i processi di offerta pubblica di acquisto. Sempre per accelerare i processi di offerta pubblica di acquisto è stabilito che le disposizioni giuridiche sulla sospensione dei termini non siano applicabili alla procedura dinanzi al Tribunale amministrativo federale (art. 33d cpv. 3 LBVM).

Il rimando dell'articolo 33c all'articolo 33b capoversi 2 e 3 LBVM è abrogato. È così chiarito che la qualità di parte dinanzi alla FINMA è disciplinata in modo esaustivo dall'articolo 48 PA: hanno qualità di parte dinanzi alla FINMA solo le persone che hanno partecipato alla procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto (cosiddetta legittimazione formale a ricorrere ai sensi del-

l'art. 48 cpv. 1 lett. a PA). All'articolo 23 capoverso 5 è inoltre stabilito che dagli azionisti che hanno qualità di parte nella procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto possa essere prelevata una tassa.

## **1.4 Risultati della procedura preliminare**

### **1.4.1 Situazione iniziale**

Nel giugno 2003, il Gruppo d'azione finanziaria (GAFI) ha riveduto completamente le sue Raccomandazioni concernenti la lotta contro il riciclaggio di denaro, adeguandole alle nuove forme di criminalità nei settori del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo. Le Raccomandazioni rivedute contemplano anche le operazioni insider e la manipolazione dei corsi nel catalogo dei reati a monte del riciclaggio di denaro. Siccome queste fattispecie hanno dato adito a critiche nella dottrina e nella politica anche per altri motivi – in particolare a causa della mancanza di precisione e di un obiettivo restrittivo – sono state tolte dal messaggio concernente le raccomandazioni del GAFI rivedute.<sup>14</sup>

Successivamente, il 29 settembre 2006, il Consiglio federale ha incaricato il DFF e il Dipartimento federale di giustizia e polizia (DFGP) di esaminare una revisione dei reati borsistici e degli abusi di mercato. In base ai risultati di questo esame, il 21 settembre 2007 una commissione di esperti sotto la direzione del dott. Rolf Watter è stata incaricata di esaminare in dettaglio i problemi legati ai reati borsistici e agli abusi di mercato e di proporre delle soluzioni. La commissione di esperti ha adottato il proprio rapporto il 29 gennaio 2009.<sup>15</sup> In base a esso, il DFF ha elaborato un progetto da porre in consultazione.

### **1.4.2 Risultati della procedura di consultazione**

Mediante decisione del 13 gennaio 2010, il Consiglio federale ha incaricato il DFF di avviare una procedura di consultazione concernente la modifica della legge sulle borse (reati borsistici e abusi di mercato). La procedura di consultazione si è conclusa il 30 aprile 2010.

Il progetto posto in consultazione corrispondeva sostanzialmente al progetto attuale. In caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni prevedeva tuttavia una multa massima di 500 000 franchi. Esortava inoltre i partecipanti alla consultazione a indicare se debbano essere vietate per tutti i partecipanti al mercato tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio (vigilanza generale sul mercato) – incaricando la FINMA di definire tali operazioni – o se il divieto nell'ambito della cosiddetta vigilanza estesa sui mercati finanziari debba limitarsi unicamente ad alcune fattispecie descritte chiaramente nella legge. L'estensione dell'applicabilità delle disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni e sulle offerte pubbliche di acquisto nonché le altre modifiche delle disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto non erano contenute nel progetto posto in consultazione.

<sup>14</sup> FF 2007 5695 5701

<sup>15</sup> Il rapporto può essere consultato al seguente link:  
<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html?lang=fr>

La stragrande maggioranza dei partecipanti alla procedura di consultazione ha giudicato positivamente i tratti fondamentali dell'avamprogetto. Hanno suscitato perlopiù consensi in particolare la revisione delle fattispecie penali dell'insider trading e della manipolazione dei corsi nonché il loro trasferimento nella legge sulle borse. Anche l'introduzione dei divieti dell'insider trading e della manipolazione dei corsi nel diritto in materia di vigilanza nonché gli strumenti di vigilanza della decisione di accertamento, della pubblicazione della decisione in materia di vigilanza, della confisca e del divieto di acquisto supplementare sono stati approvati a maggioranza.

Ha invece suscitato reazioni controverse in particolare la scelta tra una vigilanza generale o estesa sul mercato. La maggioranza dei contrari a una vigilanza generale sul mercato si è schierata a favore della vigilanza estesa sul mercato non perché riteneva che la vigilanza generale sul mercato andasse troppo in là, bensì perché considerava la definizione prevista nel progetto posto in consultazione troppo imprecisa. È stato fatto valere il fatto che la competenza della FINMA di definire le operazioni vietate viola il principio di legalità.

Sono stati contestati anche l'ammontare della multa massima in caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni, nonché la definizione dei divieti dell'insider trading e della manipolazione dei corsi nel diritto in materia di vigilanza o il rapporto tra diritto in materia di vigilanza e diritto penale.

### **1.4.3 Indagine conoscitiva sull'abolizione del premio di controllo**

Nell'ambito della procedura di consultazione sulla modifica della legge sulle borse (reati borsistici e abusi di mercato), la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto aveva tra l'altro rilevato che il pagamento di un premio di controllo non è più giustificato e annunciato l'inoltro di un dossier sulla revisione dell'articolo 32 capoverso 4 LBVM. Il dossier è pervenuto alla Segreteria di Stato per le questioni finanziarie internazionali (SFI) alla fine del 2010.

La Commissione delle offerte pubbliche di acquisto ha presentato due proposte concrete di adeguamento dell'articolo 32 capoverso 4 LBVM. La prima prevedeva di stabilire che il prezzo dell'offerta dovesse essere uguale o superiore al corso in borsa o al prezzo massimo pagato dall'offerente nel corso degli ultimi dodici mesi per titoli di partecipazione della società mirata. Ciò equivarrebbe all'abolizione del premio di controllo. In base alla seconda proposta, la possibilità di pagare un premio di controllo andava limitata all'acquisto preliminare di una partecipazione di controllo. Per poter stabilire se sussista un interesse pubblico per la modifica dell'articolo 32 capoverso 4 LBVM o se essa debba essere inclusa nella revisione in corso della legge sulle borse, dal 25 gennaio al 24 febbraio 2011 la SFI ha avviato un'indagine conoscitiva sulle proposte della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto.

La maggioranza dei partecipanti all'indagine conoscitiva si è schierata a favore dell'abolizione del premio di controllo. In sostanza è stato fatto valere il fatto che la regolamentazione attuale viola il principio della parità di trattamento degli azionisti vigente nel diritto sulle offerte pubbliche di acquisto ed è contraria al diritto europeo, il che comporta svantaggi competitivi per la piazza finanziaria svizzera.

I contrari all'abolizione del premio di controllo hanno fatto notare principalmente che la possibilità di pagare un premio di controllo rappresenta un valore economico, da pagare sotto forma di un premio. L'abolizione del premio di controllo è quindi un'ingerenza ingiustificata nella libertà contrattuale. È inoltre stato fatto valere il fatto che l'abolizione del premio di controllo rincarerebbe, e di conseguenza ostacolerebbe, le acquisizioni.

Solo pochi partecipanti all'indagine conoscitiva hanno difeso una soluzione di compromesso, con la limitazione del pagamento di un premio di controllo alle partecipazioni di controllo.

#### **1.4.4 Novità rispetto al progetto posto in consultazione**

Sulla scia della consultazione e dell'indagine conoscitiva concernente l'abolizione del premio di controllo e nell'ambito della revisione del progetto da parte del Consiglio federale, sono state apportate le seguenti modifiche materiali essenziali rispetto al progetto posto in consultazione:

- l'espressione «vantaggio patrimoniale considerevole» utilizzata nelle fattispecie qualificate dell'insider trading e della manipolazione dei corsi è quantificata esattamente (art. 40 cpv. 2 e 40a cpv. 2 P-LBVM);
- la multa massima in caso di violazione intenzionale dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è fissata a 10 milioni di franchi invece di 500 000 franchi (art. 41 cpv. 1 P-LBVM);
- il perseguimento delle violazioni dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni resta di competenza del DFF e non è trasferito al Ministero pubblico della Confederazione e al Tribunale penale federale;
- è introdotta una fattispecie che sanziona l'inosservanza intenzionale della decisione definitiva che constata l'obbligo di presentare un'offerta (art. 32 LBVM) con una multa fino a 10 milioni di franchi (art. 41a P-LBVM);
- le fattispecie del divieto di operazioni insider (art. 33e P-LBVM) e della manipolazione dei corsi (art. 33f P-LBVM) nel diritto in materia di vigilanza sono formulate rinunciando ai criteri dell'intenzione di arricchirsi e del vantaggio patrimoniale, in deroga alle fattispecie penali dell'insider trading e della manipolazione dei corsi;
- la sospensione del diritto di voto e il divieto di acquisto supplementare sono configurati quali misure preventive (art. 32 cpv. 7 e art. 34b P-LBVM);
- l'applicabilità delle disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni e sulle offerte pubbliche di acquisto è estesa alle partecipazioni di società con sede all'estero i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati principalmente in Svizzera (art. 20 cpv. 1 e art. 22 cpv. 1 P-LBVM);
- gli strumenti di vigilanza dell'obbligo di informare, della decisione di accertamento, della pubblicazione della decisione in materia di vigilanza e della confisca dell'utile sono applicabili a tutti i partecipanti al mercato che violano l'articolo 21 LBVM;
- la possibilità di pagare un premio di controllo è abolita (art. 32 cpv. 4 P-LBVM);

- le disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto sono ridefinite in vari punti (art. 25 cpv. 5, art. 33b cpv. 3, art. 33c cpv. 3 e art. 33d cpv. 3 P-LBVM).

## **1.5 Diritto comparato e rapporto con il diritto europeo**

### **1.5.1 Punti essenziali del diritto europeo**

La direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato<sup>16</sup> (MAD<sup>17</sup>) mira ad armonizzare su scala europea le prescrizioni contro gli abusi di mercato, allo scopo di assicurare l'integrità dei mercati finanziari e accrescere la fiducia degli investitori in questi mercati (cfr. n. 12 MAD).

La direttiva sugli abusi di mercato obbliga ogni Stato membro a prevedere, quale requisito minimo, misure amministrative contro l'insider trading e la manipolazione del mercato. Tali misure devono essere efficaci, proporzionate e dissuasive. Gli Stati membri sono liberi di sanzionare l'insider trading e la manipolazione del mercato anche penalmente (cfr. art. 14 cpv. 1 MAD). In proposito occorre rilevare che gli Stati membri non hanno un modello unitario di delimitazione tra diritto amministrativo e penale. Le sanzioni penali e amministrative sono imposte alternativamente (p. es. Spagna e Germania) o cumulativamente (p. es. Italia, Francia, Grecia). Nel primo caso, l'ulteriore delimitazione si basa su criteri quantitativi (Spagna) o qualitativi (Germania).<sup>18</sup> L'ampio margine discrezionale concessa dalla direttiva sugli abusi di mercato agli Stati membri nel sanzionare l'insider trading e la manipolazione del mercato si è tradotto in regolamentazioni nazionali delle sanzioni molto eterogenee.<sup>19</sup>

Attualmente, nell'UE sono in corso sforzi per rivedere la direttiva sugli abusi di mercato e armonizzare il regime sanzionatorio nel settore dei servizi finanziari. Non vi sono tuttavia ancora proposte di regolamentazione concrete. La Commissione europea presenterà le prime proposte presumibilmente nella seconda metà del 2011.

Per quanto è prevedibile oggi, la revisione della direttiva sugli abusi di mercato è imperniata soprattutto sui seguenti punti: estensione del campo d'applicazione, ad esempio al tentativo di manipolazione del mercato e agli strumenti negoziati in sistemi commerciali multilaterali, miglioramento del regime sanzionatorio, ad esempio con la fissazione dell'importo minimo delle multe, nonché ulteriore sviluppo di una normativa UE unitaria, con la soppressione di margini discrezionali per gli Stati membri dell'UE nell'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato.<sup>20</sup>

L'UE sta inoltre esaminando l'introduzione di un ravvicinamento minimo generale delle norme nazionali sulle sanzioni nel settore dei servizi finanziari. Secondo la

<sup>16</sup> GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16, modificato da RL 2010/78/UE, GU L 331 del 15.12.2010, pag. 120.

<sup>17</sup> Market Abuse Directive.

<sup>18</sup> Cfr. Petropoulos Vasileios, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts vor Manipulationshandlungen nach schweizerischem und EU-Recht*, tesi Zurigo 2009, pag. 49 segg.

<sup>19</sup> Cfr. *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)* del Committee of European Securities Regulators (CESR) del 17 ottobre 2007 (rapporto CESR).

<sup>20</sup> Cfr. *Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive (MAD)* del 25 giugno 2010.

Commissione europea, tutti gli Stati membri dovrebbero in particolare prevedere un pacchetto standard di sanzioni amministrative per ogni infrazione a una disposizione centrale di un atto giuridico dell'UE.<sup>21</sup> Per il momento non è ancora noto come la creazione di un regime sanzionatorio unitario sarà armonizzata con le disposizioni sulle sanzioni della direttiva sugli abusi di mercato.

## **1.5.2 Divieto dell'insider trading secondo la MAD**

In base alla direttiva sugli abusi di mercato, agli insider è vietato utilizzare informazioni privilegiate acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, strumenti finanziari (art. 2 cpv. 2 MAD). Agli insider è inoltre vietato «comunicare informazioni privilegiate a un'altra persona se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni», nonché «raccomandare ad un'altra persona di acquisire o cedere o indurre un'altra persona ad acquisire o cedere, in base a informazioni privilegiate, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono» (art. 3 MAD).

La cerchia degli insider comprende innanzitutto i cosiddetti insider primari. Tra di essi figurano i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, nonché chiunque possieda tali informazioni per via della sua partecipazione al capitale dell'emittente o del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni. Sono incluse anche le persone che hanno ottenuto informazioni privilegiate attraverso attività criminali (art. 2 MAD). La cerchia di persone comprende anche i cosiddetti insider secondari, e cioè tutte le persone in possesso di informazioni, che sanno o dovrebbero sapere che si tratta di informazioni privilegiate (art. 4 MAD). Il divieto di operazioni insider si applica sia alle persone fisiche che alle persone giuridiche (art. 1 n. 6 in combinato disposto con l'art. 2 cpv. 1 MAD).

Il campo d'applicazione materiale della direttiva sugli abusi di mercato si riferisce a tutti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno Stato membro o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione (art. 1 cpv. 2 MAD). Sono inclusi anche gli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ma il cui valore dipende da uno strumento finanziario ammesso (art. 9 cpv. 2 MAD). Sono quindi incluse anche le transazioni con prodotti OTC non standardizzati, se dipendono da uno strumento finanziario ammesso. Non ha alcuna importanza il fatto che la transazione in questione sia effettuata sul mercato regolamentato o meno (art. 9 cpv. 1 MAD).

Per informazioni privilegiate s'intendono informazioni che hanno un carattere preciso, che non sono state rese pubbliche, che concernono, direttamente o indirettamente, emittenti o strumenti finanziari e che potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi (cfr. art. 1 cpv. 1 MAD).

La maggior parte degli Stati membri punisce l'insider trading sia a livello del diritto amministrativo che a livello del diritto penale. Di norma, gli insider primari sono puniti più severamente degli insider secondari.

<sup>21</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione dell'8 dicembre 2010 «Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari» [COM(2010) 716 def.].



### 1.5.3

### **Divieto della manipolazione del mercato secondo la MAD**

Secondo l'articolo 5 della direttiva sugli abusi di mercato, gli Stati membri sono tenuti a vietare a qualsiasi persona fisica o giuridica la manipolazione del mercato. Nel concetto di «manipolazione del mercato» rientrano i seguenti comportamenti (art. 1 cpv. 2 MAD):

- operazioni o ordini di compravendita che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari o che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale. È eccezzuato il caso in cui la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione;
- operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente;
- la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti.

La definizione di manipolazione del mercato si basa unicamente sul comportamento delle persone e non sulle loro intenzioni o sui loro scopi. Sono incluse anche tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. La manipolazione dei corsi è punita dalla maggior parte degli Stati membri sia a livello amministrativo che a livello penale. Solo pochi Stati, tra cui l'Austria, prevedono solo un divieto amministrativo. Le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio sono invece vietate prevalentemente unicamente a livello del diritto amministrativo. Fa eccezione ad esempio la Germania.

### 1.5.4

### **Valutazione del progetto rispetto al diritto europeo<sup>22</sup>**

In base al progetto, l'insider trading e la manipolazione del mercato sono vietati per tutti i partecipanti al mercato a livello del diritto in materia di vigilanza. In caso di violazione degli obblighi di vigilanza menzionati sono previste misure di vigilanza efficaci e proporzionate. Il progetto corrisponde quindi sostanzialmente alla direttiva sugli abusi di mercato.

<sup>22</sup> Le considerazioni del presente capitolo si limitano a una valutazione a grandi linee del progetto rispetto al diritto europeo. Per i dettagli – in particolare in merito all'abolizione della possibilità di pagare un premio di controllo – si rimanda alle considerazioni corrispondenti ai punti 1.2 e 1.3.

Il progetto prevede inoltre un perseguimento penale dell'insider trading e della manipolazione dei corsi, ma non delle transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. Per quanto sia possibile un confronto tra le situazioni distinte del diritto amministrativo penale nei singoli Stati membri e in Svizzera (cfr. 1.5.1), questa regolamentazione corrisponde a quella della maggioranza degli Stati membri dell'UE. Il progetto è quindi sostanzialmente compatibile con il diritto degli Stati membri dell'UE in relazione ai punti menzionati, anche a livello del diritto penale.

Al momento non è possibile prevedere se la prospettata revisione della direttiva sugli abusi di mercato porterà novità essenziali, non essendoci ancora proposte di regolamentazione concrete. Data l'urgenza degli adeguamenti nel diritto svizzero non si può tuttavia rimandare la modifica della legge sulle borse fino al completamento della revisione della direttiva sugli abusi di mercato.

## **1.6 Interventi parlamentari**

La mozione Wicki (06.3426) «Revisione totale delle norme penali in materia di insider trading» incarica il Consiglio federale di sottoporre a revisione totale gli articoli 161 e 161<sup>bis</sup> CP e di presentare all'Assemblea federale un relativo progetto. Con il presente messaggio, la mozione è adempiuta e può essere tolta di ruolo.

## **2 Commento ai singoli articoli**

### **2.1 Legge sulle borse**

#### *Ingresso*

Nell'ingresso sono menzionate le disposizioni della Costituzione federale.

#### *Art. 2 lett. f (nuova)*

L'espressione «informazioni insider» è utilizzata a più riprese agli articoli 33e e 40a P-LBVM. A livello di contenuto, l'espressione «informazione confidenziale» corrisponde a quella di «fatto confidenziale» secondo l'articolo 161 CP vigente. I valori mobiliari in questione devono essere ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Sono così inclusi anche i titoli del cosiddetto «*Sponsored Segment*» della SIX Swiss Exchange, che sono unicamente ammessi al commercio, ma non quotati. Sono inclusi anche i derivati standard che possono essere diffusi in vasta scala sul mercato (cfr. art. 2 lett. a LBVM). Le espressioni di «confidenzialità» e «rilevanza ai fini del corso» corrispondono a quelle del diritto vigente (art. 161 CP).

#### *Art. 20*

#### *Cpv. 1*

Le disposizioni sulla dichiarazione delle partecipazioni si applicano ora anche alle partecipazioni di società con sede statutaria all'estero, se sono interamente o parzialmente quotate principalmente in Svizzera. Una società è quotata principalmente nella borsa di cui deve rispettare le regole senza eccezioni, anche se sono in conflitto

con le regole di un'altra borsa in cui è quotata. La quotazione principale non coincide quindi necessariamente con il concetto di quotazione primaria utilizzato nei regolamenti delle borse.

Se dovesse rivelarsi necessario, il Consiglio federale definirà in modo più preciso il concetto di quotazione principale nell'ordinanza sulle borse (cfr. art. 45 LBVM).

#### *Cpv. 4<sup>bis</sup>*

La competenza di sospendere il diritto di voto per violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni è trasferita dal tribunale civile alla FINMA. Siccome questa misura diventerà quindi uno strumento di vigilanza della FINMA, è spostata nella sezione 6 «Vigilanza» (cfr. art. 34 P-LBVM). La modifica contenutistica è illustrata in dettaglio in corrispondenza della disposizione menzionata.

#### *Art. 22*

##### *Cpv. 1*

Il campo d'applicazione delle disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto è esteso. Oltre ai titoli di partecipazione di società con sede in Svizzera i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati in Svizzera, sono ora incluse anche le partecipazioni di società con sede all'estero, se sono interamente o parzialmente quotate principalmente in una borsa svizzera. Per la definizione di quotazione principale si rimanda ai commenti sull'articolo 20 capoverso 1 P-LBVM.

##### *Cpv. 1<sup>bis</sup> (nuovo)*

Visto l'aumento osservabile di società svizzere quotate sia nella SIX Swiss Exchange che su piazze commerciali estere (il cosiddetto *dual listing*), per il futuro è prevedibile un incremento dei conflitti positivi di regolamentazione. La disposizione codifica la prassi della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto. Include inoltre i casi in cui l'applicazione del diritto svizzero sulle offerte pubbliche di acquisto potrebbe tradursi in conflitti inaccettabili con il diritto societario straniero. Sarebbe il caso se il diritto svizzero obbligasse il consiglio d'amministrazione della società mirata a compiere un'azione (p. es. a prendere posizione sull'offerta) vietata ai sensi del diritto societario straniero (p. es. a causa di un obbligo di neutralità rigoroso).

#### *Art. 23 cpv. 5*

La Commissione delle offerte pubbliche di acquisto può ora prelevare tasse non solo dagli offerenti e dalle società mirate, bensì anche dagli azionisti con qualità di parte.

#### *Art. 32*

##### *Cpv. 4*

Il prezzo dell'offerta deve essere almeno pari al più elevato dei seguenti importi: corso in borsa o prezzo più elevato pagato dall'offerente negli ultimi dodici mesi per titoli di partecipazione della società mirata. Non sarà quindi più possibile pagare un premio di controllo.

### *Cpv. 7*

La sospensione del diritto di voto, intesa quale misura di vigilanza preventiva, mira a prevenire le ripercussioni delle violazioni dell'obbligo di presentare un'offerta secondo l'articolo 32 LBVM, dannose per la funzionalità del mercato finanziario. Essa riguarda tutti i diritti di voto, nonché i diritti inerenti, e cioè il diritto di convocare un'assemblea generale, il diritto di esigere la convocazione dell'assemblea generale e di prendervi parte, il diritto di ottenere raggugli, di consultare documenti e il diritto di proposta. Gli azionisti senza diritto di voto nonché le loro azioni non sono presi considerazione per calcolare la maggioranza qualificata. Solo così è possibile garantire la funzionalità della società mirata. La sospensione del diritto di voto va abrogata non appena la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto ha constatato che non sussiste alcun obbligo di presentare un'offerta o che la persona in questione ha ottemperato al suo obbligo di presentare un'offerta.

Per evitare che la sospensione del diritto di voto possa essere aggirata mediante l'acquisto di nuove partecipazioni, la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto ha la possibilità di ordinare un divieto di acquisto supplementare, che vieti a chi non ottempera all'obbligo di presentare un'offerta secondo l'articolo 32 LBVM di acquistare, direttamente, indirettamente o d'intesa con terzi, altre azioni nonché diritti di acquisto o alienazione di azioni della società. Il divieto di acquisto va abrogato non appena la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto ha constatato che non sussiste alcun obbligo di presentare un'offerta o che la persona in questione ha ottemperato al suo obbligo di presentare un'offerta.

### *Art. 33b cpv. 3*

La disposizione è conforme all'articolo 20 capoverso 1 LBVM, che prevede un obbligo di dichiarazione a partire da una partecipazione del tre per cento. Questa correlazione tra l'articolo 33b capoverso 3 P-LBVM e l'articolo 20 capoverso 1 LBVM consente all'offerente di identificare in modo affidabile gli azionisti che potrebbero intervenire nella procedura e, di conseguenza, di valutare meglio il suo rischio di processo.

### *Art. 33c cpv. 3*

La qualità di parte dinanzi alla FINMA è stabilita secondo l'articolo 48 PA, analogamente a quella dinanzi al Tribunale amministrativo federale. In particolare possono quindi comparire dinanzi alla FINMA solo persone legittimate formalmente a ricorrere, e cioè persone che avevano già qualità di parte dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto.

### *Art. 33d cpv. 3 (nuovo)*

L'inapplicabilità delle disposizioni legali concernenti la sospensione dei termini (cfr. art. 22a PA) si applica già alla procedura dinanzi alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto e alla FINMA (cfr. art. 33b cpv. 3 e art. 33c cpv. 3 LBVM). La regolamentazione analoga per la procedura dinanzi al Tribunale amministrativo federale tiene conto del fatto che spesso le procedure in materia di offerte pubbliche di acquisto sottostanno a tempi molto stretti.

## **Sezione 5a: Comportamenti sul mercato non ammessi dal diritto in materia di vigilanza**

*Art. 33e (nuovo)* Sfruttamento di informazioni insider

*Cpv. 1*

La disposizione corrisponde sostanzialmente alla fattispecie penale dell'insider trading (art. 40a P-LBVM). Siccome a differenza del diritto penale il diritto in materia di vigilanza non mira a reagire a un comportamento scorretto, si rinuncia alle caratteristiche del vantaggio patrimoniale e della colpa soggettiva. Per evitare che il divieto sia troppo incisivo, si parte tuttavia dal presupposto che la persona in questione sappia o dovrebbe sapere che si tratta di un'informazione insider. Non occorre dimostrare che lo sapesse veramente. Il fattore determinante è ciò che può sapere un partecipante al mercato medio con la debita attenzione. Si parte dal presupposto che l'operazione su valori mobiliari sia stata effettuata in base a informazioni insider. Non rientrano pertanto nel divieto le operazioni su valori mobiliari di cui è possibile dimostrare che, malgrado la conoscenza di un'informazione insider, non sono state effettuate in base a quest'ultima.

Sono vietati in particolare i seguenti comportamenti:

- sfruttamento della conoscenza di ordini di clienti per eseguire analoghe operazioni per proprio conto preliminarmente, parallelamente o immediatamente dopo («*Front running*», «*Parallel running*» o «*After running*»);
- raccomandazione pubblica di acquisto o di vendita di valori mobiliari senza avere reso noto pubblicamente nel medesimo modo, in precedenza o nel contesto immediato di tale raccomandazione, di possedere personalmente questi valori mobiliari o i pertinenti strumenti finanziari oppure di disporre di corrispondenti short position («*Scalping*»).

*Cpv. 2*

Senza ulteriori limitazioni, il divieto dell'insider trading ai sensi del diritto in materia di vigilanza è troppo incisivo. Il Consiglio federale emanerà quindi prescrizioni sull'impiego lecito di informazioni insider, in particolare in relazione a operazioni su valori mobiliari per la preparazione di un'offerta pubblica di acquisto. Sono inoltre possibili deroghe in relazione a uno statuto giuridico particolare del detentore dell'informazione. Sono considerati sostanzialmente leciti le operazioni su valori mobiliari e i comportamenti seguenti:

- acquisti di valori mobiliari di un'impresa mirata da parte del potenziale acquirente stesso o di un terzo, su incarico e per conto di quest'ultimo, al fine di preparare l'offerta pubblica di acquisto;
- riacquisto di propri valori mobiliari in vista o nell'ambito di un programma di riacquisto;
- trasmissione di informazioni insider a un terzo incaricato;
- trasmissione di informazioni insider da parte del consiglio d'amministrazione delegato di una corporazione di diritto pubblico alla corporazione delegante, affinché quest'ultima possa tutelare il suo interesse pubblico ed emanare istruzioni corrispondenti;

- trasmissione di informazioni insider nell'ambito della verifica del rispetto di disposizioni normative (p. es. prescrizioni sulla concorrenza o sulla formazione e dei prezzi, nonché obblighi di servizio universale) e strategiche (p. es. obiettivi strategici e mandati di prestazioni) ancorate nel diritto pubblico.

*Art. 33f (nuovo) Manipolazione del mercato*

*Cpv. 1*

A differenza della manipolazione dei corsi ai sensi del diritto penale, il divieto di manipolazione del mercato in materia di vigilanza non presuppone l'intenzione di arricchirsi. Si esige tuttavia che la persona in questione sappia o debba sapere che le informazioni diffuse (lett. a), le operazioni effettuate o gli ordini eseguiti (lett. b) forniscono informazioni che inducono in errore in relazione a valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Il fattore determinante è la possibilità per un partecipante al mercato medio di riconoscere se una determinata informazione sia falsa o induca in errore. Il concetto di «segnale» è utilizzato per sottolineare il potenziale dell'azione di influenzare il corso. Un segnale «falso» è contrario alla situazione consueta e veritiera del mercato e un segnale «che induce in errore» può ingannare un investitore esperto o che ha familiarità con il mercato dello strumento finanziario.

La lettera b contempla un divieto totale degli affari e dei mandati fittizi («*Wash Sales*», «*Matches Orders*»), nonché delle transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. Le operazioni su valori mobiliari devono avere una base economica e corrispondere a un vero e proprio comportamento di domanda e offerta. Non sono ammessi le operazioni su valori mobiliari o l'inoltro di ordini unicamente per dare l'impressione di effettuare un'attività di mercato o per alterare la liquidità, il corso in borsa o la valutazione di valori mobiliari. Sono vietate in particolare le seguenti azioni:

- eccesso di ordini di compravendita provocato volontariamente allo scopo di alterare la liquidità o il prezzo («*Ramping*», «*Camping*», «*Pegging*»);
- costituzione di importanti posizioni nell'intento di restringere il mercato («*Squeeze*» o «*Corner*»);
- collocamento di mandati fittizi per grandi blocchi nel sistema commerciale nell'intento di cancellarli immediatamente («*Spoofing*»).

Oltre alle transazioni di valori mobiliari, il divieto comprende anche le operazioni e gli ordini di compravendita su strumenti finanziari derivati (prodotti OTC) o su derivati nei valori di base sottostanti che danno segnali falsi o che inducono in errore per l'offerta, la domanda o il corso di valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera.

*Cpv. 2*

Il divieto non deve colpire i comportamenti che rientrano in una vera e propria logica di offerta e domanda. Per questo motivo, il Consiglio federale descriverà i corrispondenti comportamenti leciti. Si pensi in particolare alle operazioni su valori mobiliari o ai comportamenti seguenti:

- operazioni su valori mobiliari volte a stabilizzare i prezzi o a sostenere i corsi (livellamento temporaneo delle fluttuazioni di prezzo) durante un periodo predefinito e prorogabile;
- misure di stabilizzazione dei prezzi dopo l'attribuzione nell'ambito di un piazzamento pubblico di valori mobiliari durante un periodo limitato;
- operazioni su valori mobiliari nell'ambito della pubblicazione di prezzi di acquisto e di vendita («*Market Making*»);
- riacquisto di propri valori mobiliari nell'ambito di un programma di riacquisto;
- «*Nostro-Nostro Inhouse Crosses*», quando le operazioni incrociate sono raggruppate nel sistema borsistico in modo indipendente e senza concertazione.

#### *Art. 34 Strumenti di vigilanza*

Nei confronti delle persone sottoposte a vigilanza, la FINMA può ordinare tutte le misure di vigilanza previste nella LFINMA, nonché un divieto di esercitare l'attività secondo l'articolo 35a LBVM.

La disposizione attribuisce ora alla FINMA la competenza di avviare una procedura di vigilanza per violazione degli articoli 20, 21, 33e e 33f P-LBVM e adottare gli strumenti di vigilanza dell'obbligo di informare, della decisione di accertamento, della pubblicazione della decisione in materia di vigilanza e della confisca dell'utile anche contro persone (fisiche e giuridiche) non sottoposte alla sua vigilanza. L'obbligo di informare è applicabile a partire dal momento dell'avvio degli accertamenti preliminari ai sensi del diritto di vigilanza e non solo a partire dal momento in cui è constatata la violazione della legge. La protezione giuridica è disciplinata dall'articolo 54 LFINMA.

#### *Art. 34b (nuovo) Sospensione del diritto di voto e divieto di acquisto*

La sospensione del diritto di voto, intesa quale misura di vigilanza preventiva, mira a prevenire le ripercussioni delle violazioni dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo l'articolo 20 LBVM dannose per la funzionalità del mercato finanziario. Essa riguarda tutti i diritti di voto nonché i diritti inerenti, e cioè il diritto di convocare un'assemblea generale, il diritto di esigere la convocazione dell'assemblea generale e di prendervi parte, il diritto di ottenere ragguagli, di consultare documenti e il diritto di proposta. Gli azionisti senza diritto di voto nonché le loro azioni non sono presi in considerazione per calcolare la maggioranza qualificata. Solo così è possibile garantire la funzionalità della società. La sospensione del diritto di voto va abrogata non appena la FINMA ha constatato che l'obbligo di dichiarazione non è stato violato o che la persona in questione ha ottemperato inequivocabilmente al suo obbligo di dichiarazione.

Per evitare che la sospensione del diritto di voto possa essere aggirata mediante l'acquisto di nuove partecipazioni, la FINMA ha la possibilità di ordinare un divieto di acquisto supplementare, che vieti a chi non ottempera all'obbligo di dichiarazione secondo l'articolo 20 LBVM di acquistare, direttamente, indirettamente o d'intesa con terzi, altre azioni nonché diritti di acquisto o alienazione di azioni della società. Il divieto di acquisto va abrogato non appena la FINMA ha constatato che l'obbligo

di dichiarazione non è stato violato o che la persona in questione ha ottemperato inequivocabilmente al suo obbligo di dichiarazione.

*Art. 40* Sfruttamento di informazioni insider

La struttura della norma definisce la cerchia di persone e la gravità della pena comminabile. Quale autore entra in considerazione qualsiasi persona fisica che dispone di informazioni insider. La gravità della pena dipende dal motivo per cui la persona è in possesso dell'informazione insider. Gli insider primari, e cioè le persone che hanno accesso diretto a informazioni insider, sono punite per principio con una pena detentiva fino a tre anni o con una pena pecuniaria (cpv. 1) o in casi qualificati con una pena detentiva fino a cinque anni o con una pena pecuniaria (cpv. 2). Gli insider secondari, e cioè le persone che ricevono un'informazione insider da un insider primario in modo mirato, o ottengono un'informazione insider commettendo un crimine o un delitto, sono puniti con una pena detentiva fino a un anno o con una pena pecuniaria (cpv. 3). Chi riceve un'informazione insider solo casualmente è punito con una multa (cpv. 4).

*Cerchia di persone*

Le persone descritte al capoverso 1 sono considerate cosiddetti insider primari. Si tratta di persone che hanno accesso direttamente e regolarmente a informazioni insider in virtù della loro attività o partecipazione. Sono menzionati espressamente gli organi e i membri di un organo di direzione o di vigilanza di un emittente o di una società che domina un emittente o ne dipende. Entrano però in considerazione anche altre persone, come i responsabili della ricerca, i responsabili di una divisione M&A o i responsabili di un servizio giuridico. Sono quindi considerate insider primari anche le persone che conformemente alla legislazione in vigore vanno classificate come personale ausiliario o incaricati, come gli assistenti e i consulenti legali, nonché le persone al di sotto del livello direzionale massimo che hanno accesso a informazioni sensibili e addirittura le creano.

Le informazioni insider non devono necessariamente provenire dall'ambiente professionale immediato dell'autore. È altresì un insider primario la persona a conoscenza del fatto che la propria impresa concluderà con un'altra impresa un contratto non ancora divenuto pubblico, che si ripercuoterà verosimilmente in maniera notevole sul corso in borsa. Nel concetto di insider primario sono compresi i casi nei quali l'insider ha conoscenza di informazioni confidenziali concernenti circostanze esterne all'impresa che sono comunque rilevanti per il corso delle azioni dell'impresa, come ad esempio la scoperta di nuove fonti di materie prime o l'esaurimento di fonti esistenti di materie prime.

Gli insider secondari sono persone che hanno ricevuto direttamente o attivamente un'informazione da un insider primario, ad esempio i giornalisti che nel quadro di un'informazione giornalistica sono informati in precedenza di fatti confidenziali. È necessario che la persona sia stata informata in maniera mirata. La fattispecie dell'insider trading è parimenti realizzata se nel quadro delle trattative concernenti un'offerta pubblica di acquisto il potenziale acquirente è messo a conoscenza di informazioni insider provenienti dall'altra impresa e le sfrutta effettuando transazioni.



Sono considerate insider secondari anche le persone che hanno ottenuto un'informazione insider grazie a un crimine o un delitto da loro commesso.

Rientrano nella cerchia di persone anche coloro che hanno avuto casualmente conoscenza di un'informazione insider, ad esempio il personale di pulizia che apprende informazioni insider nel quadro della sua attività (p. es. svuotando il cestino della carta).

Restano invece escluse dalla cerchia di persone le persone giuridiche. L'applicabilità dell'articolo 102 capoverso 2 CP (responsabilità penale secondaria dell'impresa) obbligherebbe le imprese a sorvegliare i loro collaboratori 24 ore su 24. Tale sorveglianza totale, sempre che sia possibile, genererebbe costi eccessivi per l'impresa. Tra l'altro una punibilità dell'impresa sarebbe inutile, anche perché i vantaggi patrimoniali ottenuti da un'impresa nell'ambito di un reato insider possono essere confiscati (cfr. art. 70 cpv. 1 CP).

### *Oggetto del reato*

L'oggetto del reato è costituito da informazioni confidenziali, la cui conoscenza consente di esercitare un influsso notevole sul corso di valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera (cosiddette informazioni insider). L'espressione è ora definita all'articolo 2 lettera f. Si rimanda ai commenti corrispondenti.

### *Reato*

All'insider primario è vietato conseguire un vantaggio patrimoniale per sé o per terzi sfruttando un'informazione insider per acquistare o alienare valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera o per impiegare strumenti finanziari che ne sono derivati (prodotti OTC; lett. a), comunicando l'informazione insider ad altri (lett. b) o sfruttandola per raccomandare a un altro l'acquisto o l'alienazione di valori mobiliari o l'impiego di strumenti finanziari che ne sono derivati (prodotti OTC; lett. c). In questo modo si includono anche le transazioni con prodotti OTC non standardizzati, se esse si riferiscono a valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera. Non ha alcuna importanza il fatto che la transazione in questione sia effettuata sul mercato regolamentato o meno.

A tutte le altre persone è vietato conseguire un vantaggio patrimoniale per sé o per terzi sfruttando un'informazione insider per acquistare o alienare valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera o per impiegare strumenti finanziari che ne sono derivati. I capoversi 3 e 4 riprendono pertanto unicamente la variante di reato del capoverso 1 lettera a. Ciò è giustificato dal momento che solo l'insider primario ha l'obbligo di mantenere segreta l'informazione in questione.

Il reato è commesso se l'autore ha conseguito un vantaggio patrimoniale per sé o per terzi. Se l'autore ha agito nell'intento di realizzare un vantaggio patrimoniale, ma tale vantaggio non è subentrato, entra in considerazione unicamente la punibilità del tentativo di reato. La trasmissione di informazioni insider senza perlomeno l'intenzione di conseguire un vantaggio patrimoniale per sé o per terzi non è pertanto punibile.

Se l'insider primario consegue un vantaggio patrimoniale di oltre un milione di franchi, sussiste una fattispecie qualificata (cpv. 2). L'importo è inserito nella legge per motivi di certezza del diritto. Un importo inferiore non sarebbe adeguato alla gravità del reato. Per gli intermediari finanziari, l'introduzione della fattispecie qualificata non comporta l'obbligo di verificare sistematicamente ogni transazione per identificare le operazioni insider. È invece applicabile l'articolo 6 della legge federale del 10 ottobre 1997 relativa alla lotta contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo nel settore finanziario (Legge sul riciclaggio di denaro, LRD; RS 955.0), che stabilisce in particolare che l'intermediario finanziario deve chiarire le circostanze economiche e lo scopo di una transazione o di una relazione d'affari se essa appare inusuale, a meno che la sua legalità sia manifesta.

#### *Fattispecie soggettiva*

Dal profilo soggettivo è indispensabile il carattere intenzionale. La comunicazione per negligenza di conoscenze insider non è punibile.

#### *Art. 40a (nuovo) Manipolazione dei corsi*

A livello di contenuto, la fattispecie penale della manipolazione dei corsi (cpv. 1) corrisponde all'articolo 161<sup>bis</sup> CP vigente.

Se l'autore ottiene un vantaggio patrimoniale di oltre un milione di franchi, sussiste una fattispecie qualificata (cpv. 2). L'importo è inserito nella legge per motivi di certezza del diritto. Un importo inferiore non sarebbe adeguato alla gravità del reato. Per gli intermediari finanziari, l'introduzione della fattispecie qualificata non comporta l'obbligo di verificare sistematicamente ogni transazione per identificare le operazioni insider. È invece applicabile l'articolo 6 LRD, che stabilisce in particolare che l'intermediario finanziario deve chiarire le circostanze economiche e lo scopo di una transazione o di una relazione d'affari se essa appare inusuale, a meno che la sua legalità sia manifesta.

#### *Art. 41 cpv. 1 e 2*

Chi viola intenzionalmente l'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni secondo gli articoli 20 e 31 LBVM può essere punito con una multa fino a 10 milioni di franchi. Questa regolamentazione sostituisce la disposizione vigente secondo cui la multa è calcolata sulla differenza tra la nuova quota di cui dispone la persona tenuta all'obbligo di dichiarazione e l'ultimo valore limite da essa dichiarato. La regolamentazione attuale è problematica dal punto di vista dello Stato di diritto e non corrisponde alla gravità del reato.

#### *Art. 41a (nuovo) Violazione dell'obbligo di presentare un'offerta*

È punito con la multa fino a 10 milioni di franchi chiunque, intenzionalmente, non dà seguito a una decisione definitiva che constata l'obbligo di presentare un'offerta pubblica di acquisto (art. 32). L'importo della multa si orienta a quello in caso di violazione dell'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni (art. 41 P-LBVM). Le due fattispecie presentano una gravità equivalente.

*Art. 44*            **Competenza**

Il perseguimento e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi competono alla giurisdizione federale. L'autorità di perseguimento è il Ministero pubblico della Confederazione. Volutamente non è prevista la possibilità che il Ministero pubblico della Confederazione deleghi tale competenza ai Cantoni, essendo necessario riunire le conoscenze necessarie per il perseguimento dell'insider trading e della manipolazione dei corsi. Il giudizio in prima istanza dei reati menzionati spetta al Tribunale penale federale. Le possibilità e le condizioni di ricorso presso il Tribunale federale sono disciplinate dagli articoli 78 segg. della legge del 17 giugno 2005<sup>23</sup> sul Tribunale federale (LTF).

*Art. 51*

Avendo perso la sua rilevanza, la disposizione è abrogata.

*Art. 53*            **Disposizioni transitorie della modifica del ...**

*Cpv. 1*

Chi al momento dell'entrata in vigore dell'articolo 20 P-LBVM riveduto detiene una partecipazione in una società soggetta all'obbligo di dichiarare, che rientra nel campo d'applicazione delle disposizioni della sezione 4 per la prima volta, deve dichiararla entro un anno. La disposizione ricalca sostanzialmente l'articolo 51 LBVM vigente. Siccome, a differenza del momento di entrata in vigore della legge sulle borse, oggi l'obbligo di dichiarazione delle partecipazioni non rappresenta una novità sostanziale, diversamente dall'articolo 51 LBVM vigente il termine transitorio non è di tre anni, bensì di un anno.

*Cpv. 2*

L'articolo 52 vigente si applica anche alle persone che, con l'entrata in vigore dell'articolo 22 P-LBVM riveduto, sono soggette alle disposizioni della sezione 5 per la prima volta.

*Art. 54*

Avendo perso la sua rilevanza, la disposizione è abrogata.

## **2.2                                    Modifica del diritto vigente**

*Art. 41 CPC e 151 cpv. 4 LDIP*

Il progetto toglie al giudice civile la competenza di giudicare le azioni in materia di diritti di voto. Gli articoli 41 CPC e 151 capoverso 4 LDIP sono pertanto abrogati.

## *Art. 161 e 161<sup>bis</sup> CP*

Le fattispecie dell'insider trading e della manipolazione dei corsi sono trasferite nella legge sulle borse (cfr. art. 40 e 40a P-LBVM) e di conseguenza abrogate nel Codice penale.

## *Art. 269 cpv. 2 lett. a e i (nuova) CPP*

L'articolo 161 CP è abrogato e sostituito dall'articolo 40a LBVM. Siccome la fattispecie penale della manipolazione dei corsi presenta la stessa gravità di quella dell'insider trading ed è solitamente commessa utilizzando mezzi di telecomunicazione, data l'interconnessione internazionale dei mercati finanziari, è giustificato poter ordinare la sorveglianza del traffico postale e delle telecomunicazioni in futuro anche per il perseguimento della manipolazione dei corsi.

## **3 Ripercussioni**

### **3.1 Ripercussioni per la Confederazione**

Il trasferimento della competenza per il perseguimento penale e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi dalle autorità cantonali al Ministero pubblico della Confederazione e al Tribunale penale federale comporta un maggiore fabbisogno di personale a livello federale. Il Ministero pubblico della Confederazione stima il bisogno a cinque posti supplementari e la Polizia giudiziaria federale a tre posti supplementari.

Nell'ambito del programma di consolidamento 2012–2013, il Consiglio federale ha deciso una moratoria delle uscite, applicabile per principio anche al personale. In linea di massima il maggiore fabbisogno di personale dovrà pertanto essere compensato a livello interno. Il Consiglio federale fisserà i dettagli entro l'entrata in vigore della modifica della legge sulle borse. Il progetto non entrerà in vigore prima del 2013.

L'introduzione dei divieti dell'insider trading e della manipolazione del mercato nel diritto in materia di vigilanza impone alla FINMA un leggero aumento delle risorse umane (creazione di tre o quattro nuovi posti). Siccome tuttavia la FINMA si autofinanzia completamente attraverso gli emolumenti e le tasse di vigilanza (art. 15 LFINMA), questo aumento del personale non avrà ripercussioni finanziarie sul bilancio della Confederazione.

### **3.2 Ripercussioni per i Cantoni**

Le inchieste penali sui casi di insider trading e manipolazione dei corsi sono complesse e dispendiose. A ciò si aggiunge il fatto che le probabilità di condanna sono molto esigue a causa delle difficoltà a fornire le prove. I costi delle inchieste, compreso l'indennizzo della difesa in caso di assoluzione, sono inevitabilmente a carico dello Stato. Il trasferimento alla Confederazione della competenza per il perseguimento e il giudizio dei reati menzionati comporterà quindi presumibilmente una riduzione dei costi nei Cantoni che effettuano tali procedimenti nella prassi. Non è tuttavia prevedibile una diminuzione delle spese per il personale. Le autorità

cantionali di perseguimento penale sono per esperienza confrontate con un'importante mole di lavoro. L'eliminazione della competenza per il perseguimento e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi comporterà quindi presumibilmente solo un alleggerimento per il personale esistente.

### **3.3 Ripercussioni per l'economia<sup>24</sup>**

#### **3.3.1 Importanza economica della piazza finanziaria svizzera**

La Svizzera dispone di una piazza finanziaria forte, che rappresenta una delle colonne portanti dell'economia svizzera. La piazza finanziaria assicura un'allocazione ottimale del fattore di produzione capitale, svolgendo così un'importante funzione di trasmissione nell'ambito dell'economia generale. Attraverso un'allocazione efficiente del capitale e del rischio, nonché un approvvigionamento di crediti sufficiente, il settore finanziario crea le premesse necessarie affinché l'economia possa sfruttare il suo potenziale di crescita.

Negli ultimi 15 anni la quota del settore finanziario alla creazione del valore aggiunto nazionale è aumentata costantemente. Il contributo di questo settore al prodotto interno lordo (PIL) è passato dal 7 per cento circa nel 1990 a oltre il 12 per cento nel 2008. Tuttavia, nel 2009 è sceso a circa l'11 per cento del PIL a seguito della crisi finanziaria. Nel 2010, il settore finanziario contava circa 212 000 occupati (equivalenti a tempo pieno), il che corrisponde al 6,2 per cento dell'intera popolazione occupata. Nel 2008, le imposte sul reddito e sulle imprese (persone fisiche e giuridiche) generate dall'industria finanziaria sono state pari al 7,4 per cento del gettito fiscale complessivo a tutti i livelli dello Stato.

Le borse agevolano l'allocazione efficiente del capitale, convogliando i risparmi verso i bisogni d'investimento del settore produttivo. Grazie alla borsa, le imprese possono assicurare il proprio finanziamento, mentre gli investitori utilizzano la borsa per investire il loro capitale. Una borsa funzionante ed efficiente costituisce un fattore importante per la piazza finanziaria svizzera. L'armonizzazione normativa ha ridotto gli ostacoli all'accesso al mercato. La crescente standardizzazione dei servizi infrastrutturali porta inoltre a un'intensa concorrenza sui prezzi, che aumenta la pressione verso un consolidamento. Una pressione supplementare è esercitata dalla concorrenza con nuove piattaforme commerciali alternative. Su scala globale vi è quindi un'intensa lotta concorrenziale tra le borse. Per questo motivo è importante adeguare la legislazione sulle borse in modo tale che la borsa svizzera resti competitiva.

In Svizzera, la capitalizzazione di mercato delle imprese quotate entro i confini nazionali rispetto al PIL (la cosiddetta capitalizzazione di mercato) è del 218 per cento. Questa percentuale mostra l'importanza della borsa svizzera per l'economia svizzera. La Svizzera dispone di numerosi gruppi internazionali, che operano principalmente all'estero. La capitalizzazione di mercato è ad esempio del 107 per cento

<sup>24</sup> Le considerazioni del presente capitolo si limitano a una descrizione delle principali ripercussioni del progetto per l'economia e i singoli partecipanti al mercato. Per una motivazione dettagliata delle modifiche – in particolare in merito all'abolizione della possibilità di pagare un premio di controllo – e delle loro ripercussioni si rimanda alle considerazioni corrispondenti ai punti 1.2 e 1.3.

negli Stati Uniti, del 129 per cento nel Regno Unito o del 171 per cento a Singapore. I Paesi con un forte finanziamento da parte delle banche presentano una capitalizzazione di mercato bassa, come ad esempio la Germania (39 per cento) o la Francia (74 per cento). Lo stesso vale per i Paesi la cui economia è composta soprattutto da PMI, come l'Austria (14 per cento).<sup>25</sup>

### 3.3.2 Necessità e possibilità di un intervento statale

Il rafforzamento della competitività internazionale del settore finanziario e l'assicurazione dell'integrità della piazza finanziaria rientrano tra i quattro indirizzi strategici della politica del Consiglio federale in materia di mercati finanziari.<sup>26</sup> Solo una piazza finanziaria integra gode della fiducia dei partecipanti al mercato finanziario, vanta una buona reputazione a livello internazionale, è competitiva e di conseguenza contribuisce al buon andamento dell'economia svizzera. Un importante contributo al mantenimento e alla promozione dell'integrità della piazza finanziaria svizzera proviene dalla lotta sistematica, conformemente alle regolamentazioni internazionali, contro il riciclaggio di denaro, i reati borsistici e altri comportamenti abusivi sul mercato.

Per una Svizzera dotata di una piazza finanziaria competitiva a livello internazionale i mercati aperti sono un fattore decisivo. A causa dell'esiguità del mercato nazionale, gli intermediari finanziari svizzeri dipendono da buone condizioni di accesso al mercato all'estero, fermo restando che nell'ottica della piazza Svizzera la fornitura transfrontaliera di prestazioni di servizi assume un'importanza particolare. Per la piazza finanziaria svizzera è quindi determinante che sia garantito e migliorato l'accesso al mercato per gli intermediari finanziari svizzeri. Anche l'assicurazione e il miglioramento dell'accesso al mercato costituiscono quindi un indirizzo strategico della politica del Consiglio federale in materia di mercati finanziari.<sup>27</sup>

Come illustrato in dettaglio al punto 1.2, le disposizioni in vigore per la lotta contro i comportamenti abusivi sul mercato sono imprecise e lacunose rispetto al diritto europeo. Ciò compromette non solo la protezione dei singoli partecipanti al mercato, bensì anche l'integrità e di conseguenza la competitività della piazza finanziaria e borsistica svizzera. Le divergenze rispetto al diritto europeo possono inoltre offrire un pretesto per la discriminazione dei fornitori di servizi finanziari svizzeri. Per poter assicurare la posizione della piazza finanziaria svizzera tra le piazze finanziarie leader a livello mondiale e consolidarla ulteriormente, fornendo così un prezioso contributo alla crescita dell'economia, le lacune identificate vanno eliminate.

Solo divieti dei comportamenti abusivi sul mercato emanati dallo Stato in termini generali e astratti e l'imposizione sovrana di sanzioni in caso di violazione delle regolamentazioni emanate permettono di tutelare in misura sufficiente la funzionalità del mercato finanziario e gli investitori. Le modifiche proposte non potrebbero quindi essere attuate attraverso la via dell'autodisciplina.

<sup>25</sup> Dati sulla capitalizzazione di mercato (2009): Banca mondiale, trovato il 19.4.2011 all'indirizzo: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

<sup>26</sup> Cfr. il rapporto del Consiglio federale «Indirizzi strategici della politica svizzera in materia di mercati finanziari» del 16 dicembre 2009, pag. 34 segg. e pag. 53 segg.

<sup>27</sup> Cfr. il rapporto del Consiglio federale «Indirizzi strategici della politica svizzera in materia di mercati finanziari» del 16 dicembre 2009, pag. 44 segg.

### **3.3.3 Ripercussioni per l'economia in generale e i partecipanti al mercato**

Il progetto introduce in generale, sia nel settore del diritto penale che in quello del diritto in materia di vigilanza, norme che sanzionano efficacemente i comportamenti abusivi sul mercato e tengono conto delle regolamentazioni internazionali. È così migliorata la protezione dei partecipanti al mercato e al tempo stesso rafforzata la competitività internazionale della piazza finanziaria e borsistica svizzera. È inoltre contrastata la discriminazione dei fornitori di servizi finanziari svizzeri nell'UE. Data l'importanza dell'integrità e della competitività del settore finanziario per l'intera economia svizzera, descritta ai punti 3.3.1 e 3.3.2, il progetto è nell'interesse non solo dei singoli partecipanti al mercato, bensì anche dell'intera economia svizzera.

La modifica della legge sulle borse precisa varie disposizioni (in particolare la fattispecie penale dell'insider trading e le disposizioni sulla sospensione del diritto di voto). Ciò rafforza la certezza del diritto. La riduzione dell'incertezza e la creazione di un quadro normativo sicuro e stabile sono fattori fondamentali per i processi decisionali economici e le decisioni d'investimento. Un'elevata certezza del diritto è quindi un elemento cardine della competitività e dovrebbe essere valutata favorevolmente dai partecipanti al mercato finanziario.

Per i singoli partecipanti al mercato, la centralizzazione della competenza per il perseguimento penale e il giudizio dell'insider trading e della manipolazione dei corsi prevista nel progetto, nonché il trasferimento della competenza per la sospensione del diritto di voto dal tribunale civile alla FINMA o alla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto, hanno infine il vantaggio di accorciare la durata dei procedimenti, riducendo di conseguenza anche i costi.

Il progetto soddisfa le direttive del DFF del settembre 2005 applicabili alla regolamentazione dei mercati finanziari. Come già rilevato, rafforza la reputazione e la competitività della piazza finanziaria svizzera e di conseguenza la sua attrattiva. La modifica non comporta costi diretti per i partecipanti al mercato. Al contrario, grazie alla centralizzazione della competenza e alla precisazione di alcune disposizioni, i loro costi sono ridotti. La regolamentazione è quindi proporzionata e differenziata. Per finire, con l'introduzione dei divieti dell'insider trading e della manipolazione dei corsi per tutti i partecipanti al mercato nel diritto in materia di vigilanza è migliorata la neutralità concorrenziale.

## **4 Programma di legislatura**

Il progetto è annunciato implicitamente (obiettivo 1) nel messaggio del 23 gennaio 2008<sup>28</sup> sul programma di legislatura 2007–2011 e nel decreto federale del 18 settembre 2008<sup>29</sup> sul programma di legislatura 2007–2011.

<sup>28</sup> FF 2008 598

<sup>29</sup> FF 2008 7470

## **5 Aspetti giuridici**

### **5.1 Costituzionalità e legalità**

La modifica della legge sulle borse si fonda come quest'ultima sugli articoli 95 capoverso 1, 98 capoverso 1 e 122 della Costituzione federale.

### **5.2 Conciliabilità con gli impegni internazionali della Svizzera**

Il progetto è compatibile con gli impegni internazionali della Svizzera. In particolare tiene conto integralmente delle raccomandazioni del GAFI e consente la ratifica della Convenzione del Consiglio d'Europa del 16 maggio 2005 sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato e sul finanziamento del terrorismo.

Il progetto non riguarda alcun impegno della Svizzera nella sua qualità di membro di organizzazioni internazionali o derivante da un trattato internazionale.

### **5.3 Delega di competenze legislative**

Pur essendo vietati dagli articoli 33e e 33f P-LBVM, alcuni impieghi di informazioni insider e alcuni comportamenti in relazione a operazioni su valori mobiliari dovrebbero essere ammessi per evitare che si verifichino situazioni materialmente scorrette nella prassi. All'articolo 33e capoverso 2, il Consiglio federale è quindi autorizzato a emanare prescrizioni sull'impiego lecito di informazioni insider, in particolare in relazione a operazioni su valori mobiliari per la preparazione di un'offerta pubblica di acquisto e a uno statuto giuridico particolare del detentore dell'informazione. All'articolo 33f capoverso 2, al Consiglio federale è attribuita la competenza di definire i comportamenti ammessi, in particolare in relazione a operazioni su valori mobiliari volte a sostenere i corsi e a stabilizzare i prezzi nonché a programmi di riacquisto di propri valori mobiliari. Siccome la prassi è in costante mutamento, le due norme di delega non sono esaustive, ma menzionano unicamente i casi principali. In merito allo stato attuale della prassi si rimanda alla circolare 08/38 (norme di condotta sul mercato) della FINMA.