



10 aprile 2013

Rapporto esplicativo concernente la modifica dell'ordinanza sulle borse

Attuazione della modifica della legge sulle borse
(reati borsistici e abusi di mercato)

1 Situazione iniziale

Il 28 settembre 2012 il Parlamento ha adottato senza modifiche la revisione della legge sulle borse (reati borsistici e abusi di mercato) proposta dal Consiglio federale con il messaggio del 31 agosto 2011¹. La revisione della legge introduce nel diritto penale e nel diritto in materia di vigilanza norme per lottare efficacemente contro i comportamenti abusivi sul mercato e che tengono conto delle regolamentazioni internazionali. L'obiettivo è rafforzare l'integrità e la competitività della piazza finanziaria svizzera.

Con la revisione della legge, a livello del diritto penale la fattispecie dell'abuso di informazioni privilegiate è in particolare estesa e precisata. Essa è trasferita dal Codice penale alla legge sulle borse unitamente alla fattispecie della manipolazione dei corsi. Inoltre, in adempimento delle raccomandazioni del GAFI sono create le fattispecie qualificate, configurate come crimine, dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione dei corsi.

Nel diritto in materia di vigilanza, l'abuso di informazioni privilegiate 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, diversamente dalla fattispecie della manipolazione dei corsi, tutte le transazioni vere e proprie a sfondo manipolatorio. Per far rispettare i divieti menzionati e le disposizioni concernenti la pubblicità delle partecipazioni, l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) può applicare determinati strumenti di vigilanza non solo nei confronti delle persone sottoposte a vigilanza, bensì anche nei confronti degli altri partecipanti al mercato. Infine, il campo d'applicazione delle disposizioni concernenti la pubblicità delle partecipazioni e le 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. Va altresì particolarmente evidenziata la soppressione, nel diritto in materia di offerte pubbliche di acquisto, della possibilità di pagare un premio di controllo.

Con la presente modifica dell'ordinanza sulle borse vengono create le disposizioni di esecuzione della modifica della legge sulle borse.

2 Commento ai singoli articoli

Capitolo 4a: Quotazione principale

Art. 53b

Le disposizioni concernenti la pubblicità delle partecipazioni (art. 20 seg. LBVM²) e le offerte pubbliche di acquisto (art. 22 segg. LBVM) si applicano in futuro anche alle partecipazioni in società con sede all'estero (società estere) i cui titoli di partecipazione sono interamente o parzialmente quotati principalmente in Svizzera (cfr. art. 20 cpv. 1 e art. 22 cpv. 1 lett. b LBVM). L'articolo 53b capoverso 1 crea certezza del diritto quanto al concetto di quotazione principale e garantisce che tale concetto sia utilizzato in modo uniforme nel diritto in materia di pubblicità delle partecipazioni e di offerte pubbliche di acquisto. I titoli di partecipazione di società estere sono pertanto quotati principalmente in Svizzera se la società è tenuta ad adempiere almeno gli stessi obblighi delle società con sede in Svizzera per quanto riguarda la quotazione e il mantenimento della quotazione presso una borsa in Svizzera. Nell'ottica della

¹ FF 2011 6109

² RS 954.1

situazione giuridica attuale è questo il caso quando la prima emissione di titoli di una società estera è effettuata secondo il regolamento di quotazione di SIX Swiss Exchange. Se in singoli casi la borsa concede a una società estera determinate agevolazioni che possono essere accordate anche a società svizzere, la condizione secondo cui la società estera è tenuta ad adempiere almeno gli stessi obblighi relativi alla quotazione e al mantenimento della quotazione presso una borsa in Svizzera è soddisfatta.

In assenza di ulteriori indicazioni gli investitori non possono valutare in maniera affidabile se le partecipazioni di una società estera sono quotate principalmente in Svizzera. Poiché le società estere non sono iscritte nel registro svizzero di commercio, per gli investitori è inoltre difficile, se non addirittura impossibile, calcolare il numero complessivo attuale dei titoli di partecipazione emessi rilevanti ai fini della determinazione della loro quota di voti e i relativi diritti di voto. La possibilità di applicazione pratica delle disposizioni concernenti la pubblicità delle partecipazioni e le offerte pubbliche di acquisto non è quindi garantita per le società estere. L'articolo 53b capoverso 2 impone pertanto alla borsa l'obbligo di pubblicare i titoli di partecipazione di società con sede all'estero che sono quotati principalmente in Svizzera. Le società con sede all'estero i cui titoli di partecipazione sono quotati principalmente in Svizzera devono inoltre pubblicare il numero complessivo attuale dei titoli di partecipazione emessi e i relativi diritti di voto (art. 53b cpv. 3). In conformità con l'articolo 20 LBVM rientrano nel numero complessivo dei titoli di partecipazione emessi anche i titoli detenuti dall'emittente stesso. A tal fine è irrilevante se i diritti di voto sono esercitabili o no.

La FINMA e le borse forniranno indicazioni più dettagliate sulle modalità della pubblicazione richiesta ai sensi dell'articolo 53b capoverso 3 (cfr. art. 7 cpv. 1 della legge del 22 giugno 2007³ sulla vigilanza dei mercati finanziari e art. 5 cpv. 3 LBVM). Bisogna garantire che le informazioni siano per quanto possibile facilmente accessibili agli investitori.

Capitolo 5a: Dergoghe al divieto di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato

Art. 55a Oggetto

Per i divieti di abuso di informazioni privilegiate (art. 33e cpv. 1 LBVM) e di manipolazione del mercato (art. 33f cpv. 1 LBVM) del diritto in materia di vigilanza e ancorati d'ora in poi nella legge sulle borse è stata adottata una formulazione ampia. Poiché essi riguardano anche comportamenti che sono economicamente giustificati, il Consiglio federale è stato autorizzato a emanare disposizioni sull'impiego lecito di informazioni privilegiate e sui comportamenti leciti in relazione alla manipolazione del mercato (cfr. art. 33e cpv. 2 e art. 33f cpv. 2 LBVM). Nell'ordinanza sulle borse viene pertanto inserito il nuovo capitolo 5a «Dergoghe al divieto di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato» che definisce i comportamenti ammessi anche quando essi rientrano nei divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato del diritto in materia di vigilanza (cfr. art. 53a). Le deroghe descritte sono esaustive. L'ordinanza sulle borse non menziona i comportamenti che non rientrano nei divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato del diritto in materia di vigilanza. Essi sono senz'altro ammessi e concernono in particolare:

- le operazioni su valori mobiliari effettuate avendo conoscenza di un'informazione privilegiata senza che questa conoscenza abbia influito sull'operazione, ad esempio la prosecuzione di una strategia di investimento preesistente, definita a prescindere dall'informazione privilegiata, oppure l'esercizio di diritti di prelazione nel quadro di un patto parasociale con lo scopo prestabilito di tutelare i rapporti di controllo;

³ RS 956.1

- le operazioni su valori mobiliari effettuate sulla base di informazioni che non costituiscono informazioni privilegiate, ad esempio le informazioni fornite dal libro ordini della borsa;
- le operazioni volte a sostenere il corso – intese come messa a disposizione di un mercato in cui un emittente o un terzo incaricato provvede alla liquidità per il commercio di un titolo (per contrastare le forti fluttuazioni di prezzo)⁴;
- il *market making* con l'obiettivo di garantire la liquidità di un valore mobiliare, sia in acquisto sia in vendita, e di ridurre il differenziale tra prezzo denaro e prezzo lettera;
- la trasmissione pressoché simultanea di ordini di acquisto e di vendita del medesimo strumento finanziario di un emittente su più piazze a scopo di arbitraggio.

Nella circolare 2008/38 «Regole di condotta sul mercato» (circ. FINMA) – attualmente in fase di ampia revisione – la FINMA fornirà anche in futuro, per motivi di certezza del diritto, esempi di comportamenti ammessi e non ammessi nell'ambito del commercio di valori mobiliari. Una siffatta enumerazione di esempi nell'ordinanza sulle borse non potrebbe mai essere esaustiva, comporterebbe il rischio che si faccia ricorso ad argomenti a contrario ingiustificati, sarebbe meno flessibile e in contraddizione con il carattere generale e astratto di un'ordinanza. Va osservato che le deroghe definite nell'ordinanza valgono in maniera assoluta. In questo senso si tratta di cosiddetti *safe harbours*, che in nessuna circostanza possono essere considerati abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato. Per contro, le operazioni su valori mobiliari e i comportamenti ammessi nella circolare FINMA erano finora definiti come cosiddette *accepted market practices*. Essi giustificano unicamente l'ipotesi secondo cui un'operazione su valori mobiliari o un comportamento siano fondati su una base legale. La controprova era ammessa. Ogniqualvolta verrà effettuato qui di seguito un confronto tra le disposizioni dell'ordinanza sulle borse e la regolamentazione attuale si dovrà sempre tenere presente questo fondamentale cambiamento concettuale.

Conformemente all'articolo 14 CP⁵ le deroghe dell'ordinanza sulle borse si applicano anche alle fattispecie penali dello sfruttamento di informazioni privilegiate (art. 40 LBVM) e della manipolazione dei corsi (art. 40a LBVM). L'applicazione dell'articolo 14 CP con riferimento alla manipolazione dei corsi è nondimeno di natura teorica, poiché le deroghe definite nell'ordinanza sulle borse riguardano transazioni reali non contemplate nella fattispecie penale della manipolazione dei corsi. Questa situazione giuridica non viene volutamente menzionata in maniera esplicita nell'ordinanza sulle borse perché potrebbe portare a fare ricorso ad argomenti a contrario non auspicati nell'applicazione dell'articolo 14 CP.

Art. 55b Riacquisto di titoli di partecipazione propri

In generale

Il riacquisto di titoli di partecipazione propri lancia sovente un segnale (positivo) al mercato dei capitali. La direzione dell'impresa dimostra di essere vicino agli interessi degli azionisti e attraverso il riacquisto delle proprie azioni rende noto in particolare che intende restituire agli azionisti risorse non necessarie all'azienda, che ritiene le proprie azioni sottovalutate e che grazie alla loro distruzione vuole concentrare gli utili futuri. Poiché il riacquisto deve essere effettuato con risorse libere, l'annuncio di un riacquisto di azioni inoltre indica di regola la buona salute finanziaria della società. Consapevole delle ripercussioni positive che il riacqui-

⁴ Cfr. in merito anche il commento all'articolo 55e.

⁵ RS 311.0

sto delle azioni può avere sul loro corso, l'investitore farà in numerosi casi una valutazione più elevata dei titoli di partecipazione della società in questione. Il riacquisto di titoli di partecipazione propri può pertanto rientrare nel divieto di manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 33f capoverso 1 LBVM. È peraltro ipotizzabile che il riacquisto di titoli di partecipazione propri ricada nel divieto di abuso di informazioni privilegiate secondo l'articolo 33e capoverso 1 LBVM.

Questa situazione è insoddisfacente tanto più che il riacquisto di titoli di partecipazione propri è in genere giustificato dal punto di vista economico. Si pensi tra l'altro ai riacquisti di azioni per ridurre la liquidità in eccesso, per ottimizzare la struttura del capitale e per l'adempimento di impegni di conversione. L'articolo 55b dichiara pertanto ammissibile il riacquisto di titoli di partecipazione propri anche se rientra nei divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato del diritto in materia di vigilanza, purché avvenga nel rispetto di determinate condizioni che ne garantiscano la trasparenza, la parità di trattamento nei confronti degli investitori e la funzionalità del mercato finanziario (cfr. art. 1 LBVM). Il riacquisto di titoli di partecipazione propri che non viola i divieti di cui sopra è senz'altro ammesso, anche quando non corrisponde a un *safe harbour*.

Sotto il profilo materiale questa disposizione corrisponde in ampia misura alla regolamentazione attuale della FINMA che nella sua circolare dichiara ammissibile il riacquisto di valori mobiliari propri nell'ambito di un programma di riacquisto conformemente alla circolare n. 1 «Programmi di riacquisto» della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto (circ. COPA) (cfr. n. marg. 21 e 33 circ. FINMA). La condizione principale per l'applicabilità della deroga è che il riacquisto di titoli di partecipazione propri avvenga nel quadro di un'offerta pubblica di riacquisto, ossia di un cosiddetto programma di riacquisto. I riacquisti di partecipazioni proprie effettuati al di fuori di un programma pubblico di riacquisto – ad esempio nell'ambito di arbitraggi – sono ammessi per quanto non violino i divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato del diritto in materia di vigilanza. A seguito della loro mancanza di trasparenza non è tuttavia giustificato ammettere tali riacquisti se avvengono in base a informazioni privilegiate o a fini manipolativi del mercato. La deroga è inoltre ammessa soltanto se vengono osservati i cosiddetti periodi di blackout di cui all'articolo 55c (cfr. commento all'art. 55c). Non sono invece previste deroghe generali per i riacquisti che non superano il 2 per cento del capitale o dei diritti di voto dell'investitore (cfr. n. marg. 38 circ. COPA). L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono possibili e dannose per il mercato anche nel caso di un programma di riacquisto che non raggiunga questo valore limite. Una simile deroga sarebbe peraltro in contraddizione con la legislazione dell'UE e potrebbe pertanto pregiudicare seriamente l'accesso al mercato europeo da parte dei fornitori svizzeri di servizi finanziari (cfr. n. 3.3). Nel diritto vigente un'esenzione generale era possibile soltanto perché la FINMA poteva fornire in singoli casi la prova dell'abuso di mercato. Ciò non sarà tuttavia più possibile in futuro.

L'articolo 55b disciplina i riacquisti di titoli di partecipazione propri nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto non nel loro insieme, ma esclusivamente sotto l'aspetto dell'abuso di mercato, ovvero dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato. Sono quindi fatte salve le disposizioni del diritto in materia di offerte pubbliche di acquisto (art. 22 segg. LBVM, comprese le disposizioni di esecuzione). In questo ambito la circolare n. 1 «Programmi di riacquisto» della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto (circ. COPA) sarà applicata anche in futuro. Essa viene nondimeno completamente riveduto a seguito della modifica della legge sulle borse e della presente modifica della relativa ordinanza. Le disposizioni concernenti i comportamenti che costituiscono abuso del mercato contenute nella circolare attuale saranno stralciate e sostituite con un rinvio all'ordinanza sulle borse. La circolare comprenderà pertanto unicamente disposizioni relative ad altri aspetti del diritto in materia di offerte pubbliche di acquisto. La regolamentazione prevista dall'ordinanza sulle borse non si sovrapporrà a quella della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto.

Cpv. 1

La presente disposizione disciplina le condizioni alle quali il riacquisto di titoli di partecipazione propri al prezzo di mercato nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto è ammesso anche quando rientra nel campo di applicazione degli articoli 33e e 33f LBVM. Sotto il profilo materiale essa corrisponde in ampia misura alla regolamentazione attuale della FINMA (cfr. n. marg. 21 e 33 circ. FINMA). Si presume quindi che il programma di riacquisto duri al massimo tre anni (lett. a), che il volume complessivo del riacquisto non superi il 10 per cento del capitale e dei diritti di voto e il 20 per cento della quota liberamente negoziabile dei titoli di partecipazione (lett. b), che durante le interruzioni della negoziazione e all'asta di apertura e di chiusura non vengano fissati corsi (lett. e) e che il contenuto essenziale del programma di riacquisto sia pubblicato mediante un'inserzione di riacquisto prima dell'inizio del programma e rimanga accessibile al pubblico per tutta la durata del programma (lett. g).

Secondo la lettera c si presuppone che il volume dei riacquisti non superi al giorno il 25 per cento del volume giornaliero medio trattato sulla linea ordinaria di negoziazione nei trenta giorni precedenti la pubblicazione del programma di riacquisto. Non è giustificata una limitazione del volume ai soli riacquisti della linea ordinaria di negoziazione come quella prevista finora, perché la funzione limitatrice di questa disposizione potrebbe essere elusa per il tramite di operazioni fuori borsa. Diversamente dalla regolamentazione attuale non ci si fonda inoltre più sul giorno attuale o precedente di borsa. Il fatto di basarsi sui trenta giorni precedenti la pubblicazione del programma di riacquisto garantisce meglio del diritto vigente o di un calcolo basato sul volume medio giornaliero trattato nei trenta giorni precedenti la data del riacquisto che i riacquisti corrispondano al volume normale di negoziazione di un valore mobiliare, ossia che esso non possa per quanto possibile essere influenzato. Nell'ipotesi che in singoli casi il riacquisto dovesse essere reso notevolmente difficile da limitazioni estese, la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto potrebbe sempre autorizzare un'eccezione (cfr. cpv. 3).

L'applicabilità dell'eccezione presuppone inoltre che il prezzo di acquisto non sia superiore all'ultimo prezzo di chiusura realizzato indipendentemente sulla linea ordinaria di negoziazione o al miglior prezzo corrente indipendentemente offerto sulla linea ordinaria di negoziazione, per quanto quest'ultimo sia inferiore all'ultimo prezzo di chiusura realizzato indipendentemente sulla linea ordinaria di negoziazione (lett. d). Per prezzo offerto si intende il corso richiesto (corso denaro), ossia il prezzo offerto per i valori mobiliari da un altro acquirente potenziale. La possibilità finora esistente di pagare su una linea separata di negoziazione un prezzo più elevato dell'ultimo prezzo offerto sulla linea ordinaria di negoziazione può essere oggetto di abusi destinati a manipolare il corso di titoli di partecipazione propri. In un simile caso la FINMA poteva finora fornire la prova dell'abuso di mercato.

Una siffatta prova è ora esclusa a seguito della nuova regolamentazione intesa come *safe harbour*, ragione per cui la regolamentazione del prezzo menzionata va adeguata nel senso della lettera d proposta. D'altra parte la possibilità del pagamento di un prezzo superiore su una seconda linea di negoziazione non corrisponde affatto alla legislazione dell'UE. Se nonostante il suo evidente potenziale di abuso essa fosse mantenuta nell'ordinanza sulle borse, ciò potrebbe pregiudicare seriamente l'accesso al mercato europeo da parte dei fornitori svizzeri di servizi finanziari (cfr. n. 3.3).

Il commercio su una seconda linea di negoziazione non è di per sé inammissibile ai sensi della regolamentazione prevista dalla lettera d, ma soltanto se è posto in essere con modalità che danno effettivamente luogo ad abuso del mercato. Poiché il riacquisto su una seconda linea di negoziazione è fiscalmente attraente per l'emittente, il capoverso 4 introduce una presunzione destinata ad accrescere la certezza del diritto per quanto attiene al riacquisto su una seconda linea di negoziazione (cfr. commento al cpv. 4).

La vendita di partecipazioni proprie nel quadro di un programma di riacquisto può corrispondere a un interesse commerciale legittimo. Ad esempio se essa serve per adempiere programmi di partecipazione dei collaboratori oppure si rende necessaria per motivi fiscali. Se però non è destinata all'adempimento di programmi di partecipazioni dei collaboratori, la vendita comporta potenzialmente il rischio di dar origine a comportamenti contraddittori ed è atta a trarre in inganno il mercato. L'eccezione è pertanto applicabile alla sola condizione che le vendite di titoli di partecipazione propri durante il programma di riacquisto siano annunciate alla borsa il giorno di borsa successivo alla loro esecuzione e siano pubblicate dall'emittente al più tardi il quinto giorno di borsa successivo alla loro esecuzione. Esse non possono inoltre superare il 5 per cento del volume giornaliero medio trattato sulla linea ordinaria di negoziazione nei trenta giorni precedenti la pubblicazione del programma di riacquisto. Le vendite intese come assegnazione o consegna di titoli di partecipazione per l'adempimento diretto o indiretto di programmi di partecipazione dei collaboratori durante il programma di riacquisto sono ammesse senza obblighi e limitazioni, poiché non avvengono in funzione delle condizioni di mercato e, in talune circostanze, non possono essere influenzate dall'emittente. In molti casi, peraltro, un blocco non permette il commercio immediato (lett. g).

I singoli riacquisti devono infine essere annunciati alla borsa quale parte del programma di riacquisto e pubblicati dall'emittente al più tardi il quinto giorno di borsa successivo al riacquisto (lett. i). Questa disposizione serve a creare trasparenza.

La FINMA e/o la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto concretizzeranno ulteriormente le condizioni descritte, in particolare l'estensione dell'obbligo di annuncio e le modalità delle pubblicazioni richieste.

Cpv. 2

La disposizione disciplina le condizioni alle quali il riacquisto di titoli di partecipazione propri nell'ambito di un'offerta pubblica di riacquisto è ammesso a prezzo fisso o mediante emissione di opzioni put, anche se tale riacquisto rientra nel campo di applicazione degli articoli 33e e 33f LBVM. Sotto il profilo materiale anche questa disposizione corrisponde in ampia misura alla regolamentazione attuale. Si presuppone che il programma di riacquisto duri almeno dieci giorni di borsa (lett. a), che il volume complessivo dei riacquisti non superi il 10 per cento del capitale e dei diritti di voto, nonché il 20 per cento della quota liberamente negoziabile dei titoli di partecipazione (lett. b) e che il contenuto essenziale del programma di riacquisto sia pubblicato mediante un'inserzione di riacquisto prima dell'inizio del programma e rimanga accessibile al pubblico per tutta la durata del programma di riacquisto (lett. c). Infine, i singoli riacquisti devono essere pubblicati dall'emittente al più tardi il giorno di borsa successivo al termine del programma di riacquisto (lett. d).

Cpv. 3

Conformemente all'articolo 55b capoverso 2 la Commissione delle offerte pubbliche di acquisto può autorizzare in singoli casi riacquisti di un volume superiore a quello previsto dal capoverso 1 lettere b e c e dal capoverso 2 lettera b, se ciò è conciliabile con gli interessi degli investitori. Sono pertanto possibili eccezioni soltanto se viene garantita l'integrità del mercato. Si pensi in particolare alla prassi attuale della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto che autorizza un volume di riacquisto superiore a quello prescritto se viene garantito che il riacquisto non determina una modifica sostanziale dei rapporti di controllo, né una riduzione eccessiva della quota liberamente negoziabile. Un'eccezione potrebbe inoltre essere giustificata se un'attività del mercato straordinariamente ridotta nei 30 precedenti la

pubblicazione del programma di riacquisto, rilevanti ai fini del calcolo del volume giornaliero trattato, renda opportuna un'estensione di questo periodo.

Cpv. 4

Se il prezzo di acquisto pagato su una linea separata di negoziazione supera al massimo del 2 per cento l'ultimo prezzo di chiusura realizzato sulla linea ordinaria di negoziazione o il miglior prezzo corrente offerto sulla linea ordinaria di negoziazione, per quanto quest'ultimo sia inferiore all'ultimo prezzo di chiusura realizzato sulla linea ordinaria di negoziazione, si presume che gli articoli 33e capoverso 1 lettera a e 33f capoverso 1 LBVM non siano stati violati. Come illustrato in merito al capoverso 1, questa presunzione è finalizzata ad accrescere la certezza del diritto per quanto attiene al riacquisto su una seconda linea di negoziazione. L'autorità competente è libera di fornire la controprova. Poiché non costituisce un *safe harbour*, questa regolamentazione non può considerarsi motivo di giustificazione ai sensi dell'articolo 14 CP. Fissando un limite del 2 per cento si tiene conto del contesto attuale dei tassi d'interesse. Se dovesse subire variazioni rilevanti, tale valore limite dovrebbe essere adeguato.

Art. 55c Periodi di blackout

Le eccezioni di cui all'articolo 55b capoversi 1 e 2 non si applicano al riacquisto di titoli di partecipazione propri, se il riacquisto è annunciato o effettuato durante i periodi menzionati nell'articolo 55c capoverso 1. Durante questi cosiddetti periodi di blackout l'emittente dispone in genere di importanti informazioni privilegiate. L'utilizzo illimitato, ossia l'abuso, di tali informazioni pregiudicherebbe la trasparenza del commercio in borsa, la parità di trattamento nei confronti degli investitori e la funzionalità del commercio in borsa. Poiché il riacquisto di titoli di partecipazione propri durante i periodi di blackout è inoltre uno strumento molto adatto per trarre in inganno il mercato, i beni giuridici menzionati sono parimenti toccati dalla manipolazione del mercato. Per chiusure ai sensi della lettera c si intendono anche le chiusure semestrali o trimestrali non oggetto di revisione.

Nei casi di cui all'articolo 55c capoverso 2 le informazioni privilegiate eventualmente detenute dall'emittente non influenzano in alcun modo il riacquisto di titoli di partecipazione propri. Il riacquisto, in questi casi, è pertanto espressamente ammesso anche durante i periodi di blackout. La riserva di cui alla lettera b si applica soltanto agli emittenti che sono simultaneamente commercianti di valori mobiliari, dato che la FINMA non può verificare le barriere informative di altri emittenti. Il termine «mese» ai sensi del capoverso 3 va inteso come mese civile.

Il contenuto di questa disposizione corrisponde in ampia misura a quello della circolare FINMA in vigore (cfr. n. marg. 21 e 33) e della circolare n. 1 della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto (cfr. n. marg. 13 segg., 24 e 25).

Art. 55d Contenuto dell'inserzione di riacquisto

Per motivi di trasparenza il contenuto essenziale del programma di riacquisto va pubblicato mediante inserzione di riacquisto prima e per tutta la durata del programma di riacquisto (cfr. art. 55b cpv. 1 lett. g e cpv. 2 lett. c). L'articolo 55d precisa il contenuto essenziale del programma di riacquisto. Bisogna fornire informazioni sull'emittente (lett. a), sul tipo, sullo scopo e sull'oggetto del programma di riacquisto (lett. b), come pure sul calendario (lett. c). Rientra nell'oggetto anche il prezzo di offerta e di esercizio di eventuali opzioni put per ogni categoria

di titoli di partecipazione, nonché il numero delle opzioni put necessarie per la vendita di un titolo di partecipazione.

Il contenuto di questa regolamentazione corrisponde a quello della circolare FINMA in vigore (cfr. n. marg. 21 e 33) e della circolare n. 1 della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto (cfr. n. marg. 13 segg., 24 e 25).

Art. 55e Stabilizzazione dei prezzi dopo il collocamento pubblico di valori mobiliari

Le operazioni su valori mobiliari volte a stabilizzare il corso di un valore mobiliare hanno regolarmente l'effetto di ingannare il mercato, ragione per cui esse ricadono in linea di massima nel divieto di manipolazione del mercato (art. 33f cpv. 1 LBVM). Se poi sono effettuate in base a informazioni privilegiate, tali operazioni possono rientrare anche nel divieto di abuso di informazioni privilegiate (art. 33e cpv. 1 LBVM).

La stabilizzazione dei corsi dopo un collocamento pubblico di valori mobiliari (cosiddetta stabilizzazione del prezzo) è nondimeno giustificata dal punto di vista economico. Essa consente soprattutto di sostenere il corso di valori mobiliari di nuova emissione soggetti a una pressione alla vendita, allenta questa pressione causata eventualmente da investitori a breve termine o riduce la volatilità e mantiene condizioni di mercato ordinate per i valori mobiliari in questione. Ciò è nell'interesse sia degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato tali valori mobiliari, sia degli emittenti. In tal modo le operazioni su valori mobiliari finalizzate alla stabilizzazione del prezzo dopo un collocamento pubblico possono rafforzare la fiducia degli investitori e degli emittenti nei confronti dei mercati finanziari. L'articolo 55e ammette pertanto – anche se ricadono nei divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato del diritto in materia di vigilanza – le operazioni su valori mobiliari volte alla stabilizzazione del prezzo dopo il collocamento pubblico dei valori mobiliari ed effettuate a determinate condizioni che devono garantire la trasparenza, la parità di trattamento nei confronti degli investitori e la funzionalità del mercato finanziario (cfr. art. 1 LBVM)

Il collocamento privato di valori mobiliari non riguarda solitamente valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o in un'istituzione analoga a una borsa. Esso non è pertanto regolarmente soggetto ai divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato ed è ammesso. Non è prevista alcuna regolamentazione d'eccezione nei singoli casi in cui vi sarebbe però sottoposto. Ciò non sarebbe appropriato poiché delle misure di stabilizzazione dopo un collocamento privato beneficiano soltanto determinati investitori selezionati e pertanto, diversamente dal collocamento pubblico di valori mobiliari, non possono essere giustificate dalla fiducia degli investitori nei mercati finanziari e nella loro funzionalità.

L'eccezione concerne unicamente le operazioni su valori mobiliari che sono effettuate entro 30 giorni dal collocamento pubblico dei valori mobiliari da stabilizzare (cfr. art. 55e lett. a). È irrilevante che si tratti di un primo collocamento o di un collocamento successivo a un aumento del capitale. Le operazioni volte a sostenere il corso, ossia le operazioni su valori mobiliari finalizzate alla stabilizzazione del corso che non sono effettuate dopo un collocamento pubblico di valori mobiliari, non rientrano nell'eccezione. In tal modo questa disposizione è in linea con standard internazionali affermati e in particolare con lo standard dell'UE. Del resto essa non impedisce simili operazioni intese come la messa a disposizione di un mercato in cui l'emittente o un terzo incaricato provvede alla liquidità per il commercio di un titolo (per contrastare forti fluttuazioni di prezzo). Un siffatto modo di procedere non mira a fissare o sostenere il corso contro una tendenza del mercato, bensì a mettere a disposizione un volume negoziabile (nel quadro di un determinato differenziale denaro-lettera, che oscilla a seconda della tendenza del prezzo sul mercato). La messa a disposizione di liquidità o il *market making* non sono toccati del divieto della manipolazione del mercato (art. 33f cpv. 1

LBVM). Essi non hanno per definizione la caratteristica di fornire segnali falsi o fuorvianti. Se però l'emittente o un terzo intervengono in maniera tale sul mercato da fare oscillare il corso del titolo verso l'alto o verso il basso contro la tendenza del mercato o da farlo fissare a un livello artificiale, la messa a disposizione di liquidità rientra nel divieto della manipolazione del mercato. Le altre condizioni sono formulate in conformità alla regolamentazione dell'UE.

La FINMA concretizzerà in una circolare la delimitazione del *market making*, in particolare rispetto alla manipolazione del mercato e, se necessario, le altre condizioni di cui all'articolo 55e.

Art. 55f Altre operazioni ammesse su valori mobiliari

Let. a

La propria decisione di acquistare valori mobiliari ammessi al commercio in una borsa o un'istituzione analoga alla borsa in Svizzera, di venderli o di utilizzare strumenti finanziari che ne sono derivati può, in singoli casi e a determinate condizioni, essere rilevante ai fini del corso e quindi rientrare formalmente nel concetto di informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 2 lettera f LBVM. L'attuazione di una tale decisione ricadrebbe in questo caso nel divieto di abuso di informazioni privilegiate. Di conseguenza siffatte operazioni su valori mobiliari sarebbero impossibili, circostanza che non può corrispondere al senso e allo scopo del divieto di abuso di informazioni privilegiate. Per questo motivo l'articolo 55f lettera a ammette l'attuazione della propria decisione di effettuare un'operazione su valori mobiliari a condizione che la decisione non sia stata presa sulla base di un'informazione privilegiata.

Nel concetto di propria decisione rientra anche la decisione in comune di più persone. L'eccezione è applicabile soltanto se la decisione è conforme al piano, ovvero se viene attuata senza essere stata ulteriormente influenzata da un'informazione privilegiata. Ciò vale anche per l'attuazione di una decisione da parte di un organo o di terzi, in particolare da parte di commercianti di valori mobiliari. Essi attuano peraltro la decisione di un'altra persona unicamente se agiscono per conto della persona che ha preso la decisione. Gli organi che, a conoscenza di una decisione confidenziale rilevante ai fini del corso presa da una persona giuridica, effettuano per conto proprio operazioni su valori mobiliari non rientrano nel campo d'applicazione della disposizione d'eccezione.

Uno dei principali casi di applicazione della disposizione è l'acquisto da parte dell'offerente potenziale di valori mobiliari della società mirata in vista della pubblicazione di un'offerta pubblica di acquisto (acquisto anteriore). Esso viene pertanto menzionato espressamente. È ammesso a condizione che la decisione di pubblicare un'offerta pubblica di acquisto non sia stata presa sulla base di un'informazione privilegiata. In conformità con l'articolo 31 LBVM è irrilevante che si tratti di un acquisto diretto o indiretto. Ciò concerne anche il riacquisto da parte degli aventi economicamente diritto della società mirata o da parte di persone che agiscono di comune intesa con l'offerente potenziale. Rientrano nel concetto di offerta pubblica di acquisto anche le offerte pubbliche di permuta (cfr. art. 2 lett. e LBVM).

In conformità con le regolamentazioni internazionali questa disposizione codifica in maniera generale ed esaustiva il principio secondo cui nessuno può essere l'*insider* di sé stesso, finora non esattamente definito, ma conosciuto nella dottrina e nella giurisprudenza svizzere in relazione alla fattispecie penale dello sfruttamento di informazioni privilegiate (art. 40 LBVM). Tale codificazione chiarisce peraltro che questo principio non può significare – diversamente da quanto sostenuto in singoli casi dalla dottrina – che le transazioni con i propri valori mobiliari sono generalmente ammesse in quanto non configurano abuso di informazioni privilegiate.

Lett. b

Nell'adempimento dei loro compiti pubblici la Confederazione, i Cantoni e i Comuni, come pure la Banca nazionale svizzera (BNS) hanno bisogno di poter utilizzare anche informazioni privilegiate e di effettuare operazioni su valori mobiliari che possono trarre in inganno il mercato. L'articolo 55f lettera b ammette pertanto le operazioni su valori mobiliari della Confederazione, dei Cantoni, dei Comuni e della BNS nell'ambito dei loro compiti pubblici a condizione che non siano effettuate a scopo d'investimento.

L'esistenza di uno scopo d'investimento può essere stabilita in linea di massima sulla base dell'assegnazione delle partecipazioni ai beni patrimoniali e amministrativi. Va osservato che nel caso della Confederazione l'acquisto di diritti di partecipazione a imprese con fine lucrativo non è permesso a scopo d'investimento (cfr. art. 62 cpv. 2 della legge federale del 7 ottobre 2005⁶ sulle finanze della Confederazione).

L'articolo 55f non statuisce volutamente nessuna eccezione per le operazioni in borsa o fuori borsa su valori mobiliari tra persone che dispongono delle medesime informazioni privilegiate. In questi casi si dovrebbe di norma escludere che le parti contraenti vogliano defraudarsi reciprocamente. Siffatte operazioni concernono però la parità di trattamento nei confronti degli altri partecipanti al mercato e quindi anche la funzionalità del mercato finanziario.

Art. 55g Comunicazione ammessa di informazioni privilegiate

Lett. a

Agisce in maniera illecita chiunque, detenendo un'informazione di cui sa o deve sapere che si tratta di un'informazione privilegiata, la comunica ad altri (art. 33e cpv. 1 lett. b LBVM). Tuttavia la trasmissione di informazioni privilegiate deve essere sempre ammessa se il destinatario delle stesse necessita di tali informazioni per adempiere i suoi obblighi legali o contrattuali. Gli obblighi legali devono essere contenuti nella legge in senso formale o materiale. Si considerano obblighi contrattuali soltanto quelli sorti conformemente alle pertinenti norme legali.

È in particolare ammessa la trasmissione di informazioni privilegiate da parte del mandante a terzi incaricati. Si pensi ad esempio alla comunicazione di informazioni privilegiate a un avvocato o a un altro consulente nell'ambito di una transazione di acquisizione o fusione (cfr. anche n. marg. 18 circ. FINMA). La trasmissione di informazioni privilegiate è segnatamente ammessa anche da parte del consiglio di amministrazione delegato di una corporazione di diritto pubblico alla corporazione delegante, affinché quest'ultima possa tutelare il suo interesse pubblico ed emanare istruzioni corrispondenti. È altresì ammessa la trasmissione di informazioni privilegiate per verificare l'osservanza di direttive regolatorie (ad es. obblighi in materia di concorrenza, formazione dei prezzi e approvvigionamento di base) e strategiche (ad es. osservanza di obiettivi strategici e mandati di prestazione) ancorate nel diritto pubblico.

Lett. b

La comunicazione di un'informazione privilegiata deve essere ammessa anche quando non esiste ancora una relazione contrattuale, ma è indispensabile in vista della conclusione di un contratto. Si pensi in particolare alla comunicazione di informazioni allo scopo di sondare il

⁶ RS 611.0

mercato, ad esempio nel quadro di una *due diligence* in vista di una transazione di acquisizione o fusione o di una transazione sul mercato dei capitali. Per evitare un ricorso eccessivo all'eccezione si presume inoltre che il detentore dell'informazione avverta il destinatario che non è consentito sfruttare l'informazione privilegiata (ai sensi dell'articolo 33e LBVM) e documenti nei confronti del destinatario la trasmissione dell'informazione privilegiata e l'avvertimento menzionato qui sopra.

Art. 58 Disposizione transitoria della modifica del 10 aprile 2013

L'eccezione ai sensi dell'articolo 55b si applica in linea di massima anche al riacquisto di titoli di partecipazione propri nell'ambito di un programma di riacquisto in corso al momento dell'entrata in vigore della presente modifica. Le condizioni che non possono più essere adempiute in quanto poste nel passato non devono essere soddisfatte. Questa soluzione transitoria è accettabile sotto il profilo della trasparenza del mercato, poiché le condizioni che non devono essere adempiute sono state verificate dalla Commissione delle offerte pubbliche di acquisto in base alla vigente circolare COPA. Per quanto riguarda l'articolo 55b capoverso 1 lettera g e capoverso 2 lettera c occorre unicamente garantire che l'inserzione di riacquisto venga pubblicata durante il periodo residuo del programma di riacquisto.

3 Rapporto con il diritto europeo

3.1 Direttiva sugli abusi di mercato

La Direttiva in vigore 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003⁷ relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (qui di seguito Direttiva sugli abusi di mercato, MAD⁸) obbliga ogni Stato membro a prevedere per lo meno misure di diritto amministrativo contro l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. I divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato definiti nella Direttiva sugli abusi di mercato corrispondono essenzialmente a quelli degli articoli 33e e 33f LBVM, introdotti dalla modifica della legge sulle borse. Essi non hanno validità assoluta. Sono in particolare esclusi da tali divieti la negoziazione di azioni proprie effettuata nell'ambito di programmi di riacquisto e le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario conformemente al regolamento n. 2273/2003 recante modalità di esecuzione della suddetta Direttiva per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari nel senso di cosiddette norme *safe harbour* (cfr. art. 8 MAD). Il divieto di manipolazione del mercato non si applica inoltre alle operazioni riconosciute come prassi di mercato ammesse («*accepted market practice*») nel pertinente Stato membro in conformità della direttiva n. 2004/72 CE recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE (art. 1 n. 2 lett. a).

3.2 Proposta di regolamento sugli abusi di mercato

Il 20 ottobre 2011 la Commissione europea ha adottato una proposta di regolamento relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (proposta MAR)⁹. I divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato corrispondono in ampia misura al contenuto degli articoli 33e e 33f LBVM. I divieti non si applicano alla negoziazione di azioni proprie nei programmi di riacquisto di azioni proprie quando tutti i dettagli del programma vengono comunicati prima dell'inizio delle contrattazioni, le operazioni di

⁷ GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16, modificata dalla Direttiva 2010/78/UE, GU L 331 del 15.12.2010, pag. 120.

⁸ Market Abuse Directive

⁹ Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm.

compravendita sono comunicate all'autorità competente come parte del programma di riacquisto di azioni proprie e successivamente comunicate al pubblico e vengono rispettati limiti adeguati in ordine al prezzo e al volume (art. 3 n. 1 proposta MAR). Inoltre i divieti non si applicano alla negoziazione di azioni proprie per la stabilizzazione di uno strumento finanziario se questa è effettuata per un periodo di tempo limitato, quando vengono comunicate informazioni rilevanti in merito alla stabilizzazione e vengono rispettati limiti adeguati in merito al prezzo (art. 3 n. 2 proposta MAR). Le condizioni alle quali i programmi di riacquisto e le misure di stabilizzazione sono ammessi devono ancora essere specificate dalla Commissione europea (art. 3 n. 3 proposta MAR). Sono inoltre escluse dal campo di applicazione del regolamento le attività di gestione monetaria e del debito pubblico nonché le attività relative alla politica climatica (art. 4 proposta MAR).

La proposta della Commissione è attualmente trattata dal Parlamento europeo e dal Consiglio europeo. Oggetto dei dibattiti è tra l'altro la questione della necessità di continuare a mantenere l'attuale eccezione relativa alle prassi di mercato ammesse. La data dell'entrata in vigore non è ancora stata stabilita.

3.3 Valutazione del progetto rispetto al diritto europeo

Conformemente alla proposta di revisione della Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), per garantire ai fornitori svizzeri di servizi finanziari l'accesso al mercato dell'UE è necessario tra l'altro che venga riconosciuta l'equivalenza del quadro normativo e di vigilanza dello Stato terzo. A tal fine sono altresì determinanti le disposizioni sull'abuso di mercato. Per questo motivo nell'elaborazione dell'ordinanza è stata perseguita volutamente una regolamentazione per quanto possibile conforme a quella dell'UE. Poiché il testo definitivo del regolamento sugli abusi di mercato nell'UE non è ancora stato adottato e le disposizioni di esecuzione non sono ancora state elaborate è possibile che la legislazione europea differisca leggermente da quella svizzera. Al momento si ritiene che ciò non dovrebbe essere d'ostacolo al riconoscimento dell'equivalenza della regolamentazione svizzera.