



finma

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA
Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA
Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

Circolare 2018/1

Sistemi organizzati di negoziazione

Obblighi dei gestori di un sistema organizzato di negoziazione (OTF)

Riferimento: Circ. FINMA 18/1 «Sistemi organizzati di negoziazione»
Data: 25 gennaio 2017
Entrata in vigore: 1° gennaio 2018
Basi legali: LFINMA art. 7 cpv. 1 lett. b, art. 29
LInFi artt. 42–46
OInFI artt. 38–43

Destinatari																											
LBCR			LSA			LBVM	LInFi				LICOI				LRD		Altri										
Banche	Gruppi e cong. finanziari	Altri intermediari	Assicuratori	Gruppi e cong. assicurativi	Intermediari assicurativi	Commercianti di val. mobiliari	Sedi di negoziazione	Controparti centrali	Depositari centrali	Repositori di dati sulle negoziazioni	Sistemi di pagamento	Partecipanti	Direzioni dei fondi	SICAV	Società in accomandita per ICC	SICAF	Banche depositarie	Gestori patrimoniali di ICC	Distributori	Rappresentanti di ICC esteri	Altri intermediari	OAD	IFDS	Assoggettati OAD	Società di audit	Agenzie di rating	
X						X	X																				

I. Scopo	nm.	1–2
II. Ambito di applicazione	nm.	3–4
III. Definizioni	nm.	5–25
A. Sistema organizzato di negoziazione	nm.	5–15
a) Normativa unitaria	nm.	7–8
b) Conclusione di contratti in conformità alla normativa	nm.	9–13
c) Iniziativa degli utenti	nm.	14–15
B. Commercio secondo regole discrezionali / non discrezionali	nm.	16–19
C. Negoziazione multilaterale / bilaterale	nm.	20–23
a) Negoziazione multilaterale	nm.	20–22
b) Negoziazione bilaterale	nm.	23
D. Strumenti finanziari negoziati	nm.	24–25
IV. Obblighi del gestore di un sistema organizzato di negoziazione	nm.	26–42
A. Obblighi del gestore di sistemi organizzati di negoziazione multilaterali	nm.	26–27
B. Obblighi del gestore di sistemi organizzati di negoziazione bilaterale	nm.	28–30
C. Garanzia di un commercio ordinato	nm.	31–35
D. Trasparenza del commercio	nm.	36–41
E. Notifica	nm.	42

I. Scopo

La presente circolare esplica il concetto di sistema organizzato di negoziazione (*Organised Trading Facility*, OTF) in conformità all'art. 42 della Legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFi; RS 958.1) come pure gli obblighi che i gestori di un sistema organizzato di negoziazione devono adempiere in conformità agli artt. 43-46 LInFi e agli artt. 38-43 dell'Ordinanza sull'infrastruttura finanziaria (OInFi; RS 958.11). 1

Il concetto di sistema organizzato di negoziazione è definito nell'art. 42 LInFi. La definizione legale di sistema organizzato di negoziazione consente di circoscrivere questo concetto rispetto a quello di sistema multilaterale di negoziazione (art. 26 lett. c LInFi) e di borsa (art. 26 lett. b LInFi), che costituiscono sedi di negoziazione. Mentre i sistemi organizzati di negoziazione possono effettuare la negoziazione multilaterale di determinati strumenti finanziari in modo discrezionale e non discrezionale, la negoziazione multilaterale di valori mobiliari secondo regole non discrezionali è riservata al sistema multilaterale di negoziazione o alla borsa. Le prescrizioni relative ai sistemi organizzati di negoziazione riguardano pertanto tutti i sistemi la cui funzione è affine a quella di una sede di negoziazione, ma in cui non vengono negoziati valori mobiliari oppure in cui la conclusione di contratti avviene secondo regole discrezionali (art. 42 lett. a e b LInFi). Inoltre, anche determinate istituzioni per il commercio bilaterale di valori mobiliari o di altri strumenti finanziari vengono qualificate come sistemi organizzati di negoziazione (art. 42 lett. c LInFi). I sistemi organizzati di negoziazione non sono sottoposti a un audit specifico, ma vengono esaminati nell'ambito della verifica prudenziale ordinaria del gestore. 2

II. Ambito di applicazione

Ai sensi della LInFi, i sistemi organizzati di negoziazione non sono considerati infrastrutture del mercato finanziario a sé stanti, bensì la loro gestione è riservata alle banche, ai commercianti di valori mobiliari e alle sedi di negoziazione (art. 43 cpv. 1 LInFi). Inoltre, anche le persone giuridiche non autorizzate dalla FINMA che però sono direttamente controllate da una sede di negoziazione e sottostanno alla vigilanza su base consolidata della FINMA possono gestire un sistema organizzato di negoziazione (art. 43 cpv. 2 LInFi). 3

Le banche, i commercianti di valori mobiliari e le sedi di negoziazione svizzeri che gestiscono un sistema organizzato di negoziazione in una succursale o in una società del gruppo all'estero devono fare in modo di poter individuare, limitare e controllare tutti i rischi connessi alla loro attività. 4

III. Definizioni

A. Sistema organizzato di negoziazione

Si configura un sistema organizzato di negoziazione allorquando: 5

- il commercio avviene in base a una normativa unitaria e vincolante per gli utenti;
- la conclusione di contratti avviene nell'ambito di applicazione della normativa, e
- l'iniziativa al commercio proviene o può provenire dagli utenti.

I sistemi di negoziazione che soddisfano i summenzionati criteri ma che servono esclusivamente ai fini delle operazioni infragruppo secondo l'art. 115 lett. a e b LLnFi non soggiacciono alla regolamentazione in materia di sistemi organizzati di negoziazione. 6

a) Normativa unitaria

Una normativa è unitaria e vincolante per l'utenza allorquando contiene per tutti gli utenti le medesime norme concernenti l'utilizzo del sistema, l'ammissione degli strumenti finanziari al commercio come pure il commercio tra gli utenti o il commercio tra il gestore e gli utenti. La normativa comprende i principi concernenti l'esecuzione degli ordini degli utenti, le procedure di negoziazione e gli orari di negoziazione. Sia il gestore sia l'utenza devono acconsentire all'osservanza della normativa e quest'ultima deve essere vincolante per entrambi. La negoziazione deve essere pianificata in anticipo ed essere effettuata nel quadro di procedure ricorrenti. Un sistema che prevede esclusivamente una negoziazione spontanea, non pianificabile in anticipo (*ad hoc*) e che non avviene secondo regole definite in via preliminare non soggiace alla regolamentazione in materia di sistemi organizzati di negoziazione. 7

I concetti impiegati dal legislatore sono improntati alla neutralità tecnologica e non presuppongono alcun sistema tecnico per l'esercizio di un sistema organizzato di negoziazione. Un sistema di negoziazione può funzionare anche solo sulla base di una normativa. La presenza di un sistema tecnico lascia tuttavia presumere che si configuri un sistema di negoziazione. 8

b) Conclusione di contratti in conformità alla normativa

La conclusione di contratti deve avvenire conformemente all'applicazione della normativa. Al riguardo è irrilevante se l'esecuzione del contratto rientra o meno nel quadro normativo. 9

Non sono pertanto considerati sistemi di negoziazione i sistemi che non comportano una conclusione di contratti, p. es.: 10

- *bulletin boards* impiegati per comunicare gli interessi sul piano dell'acquisto e della vendita;

- altre istituzioni che semplicemente accorpano potenziali interessi sul piano dell'acquisto e della vendita e li inoltrano, tramite il sistema, al luogo di esecuzione (p. es. i cosiddetti i sistemi *order-routing*);
- servizi elettronici di conferma della post-negoziazione;
- sistemi per la compressione dei portafogli;
- sistemi che forniscono informazioni indicative sui prezzi.

Si configura un sistema di negoziazione se viene allestita un'offerta e il contratto viene stipulato accettando quest'ultima in conformità alla normativa. 11

Anche in caso di un sistema di richiesta di quotazione (*request for quote*) si presuppone uno scambio di offerte secondo l'art. 42 LInFi. Un tale sistema può pertanto essere qualificato come sistema di negoziazione. 12

Per i sistemi organizzati di negoziazione bilaterali secondo l'art. 42 lett. c LInFi il contratto deve essere concluso in conformità alla normativa. Se lo scambio di offerte non può comportare una conclusione di contratti in conformità alla normativa, allora non si configura un sistema di negoziazione (bilaterale). 13

c) Iniziativa degli utenti

L'iniziativa al commercio deve anche poter provenire dagli utenti. I sistemi interni di negoziazione, p. es. quelli dei gestori patrimoniali nei quali i clienti non possono esercitare un'influenza diretta sul commercio, non sono pertanto qualificati come sistemi organizzati di negoziazione. 14

Lo scopo della normativa unitaria e vincolante (v. nm. 7) deve essere orientato al commercio avviato dall'utente tra diversi utenti oppure tra i gestori e gli utenti. 15

B. Commercio secondo regole discrezionali / non discrezionali

Le regole in materia di commercio sono considerate non discrezionali se non concedono margini di discrezionalità alla sede di negoziazione o al gestore di un sistema organizzato di negoziazione nel consentire l'incontro delle offerte (art. 23 OInFi). L'incontro delle offerte avviene esclusivamente in base alle regole del sistema di negoziazione o mediante i protocolli o le procedure operative interne al predetto sistema. 16

Nel commercio su base discrezionale, il gestore di un sistema organizzato di negoziazione può sfruttare il proprio margine di discrezionalità in diversi modi: 17

- decidendo di piazzare o di ritirare un ordine di un utente su un sistema organizzato di negoziazione, e/o
- decidendo di non consentire l'incontro, a un determinato momento, di un determinato ordine di un utente con altri ordini presenti nel sistema, purché ciò sia compatibile con

le disposizioni impartite dall'utente e con l'obbligo di eseguire gli ordini alle migliori condizioni;

- inoltre, nel commercio bilaterale, decidendo se accettare o rifiutare un contratto.

Il gestore deve informare gli utenti in merito ai principi relativi all'esercizio del proprio margine di discrezionalità nel commercio secondo regole discrezionali. Al riguardo si fonda su criteri oggettivi che non comportano una disparità di trattamento fra gli utenti e fra diverse tipologie di utenti (v. nm. 34). 18

Le misure secondo l'art. 40 OInFi in combinato disposto con l'art. 30 cpv. 2 OInFi tese a fornire la garanzia di un commercio ordinato (cfr. nm. 31-35) non sono considerate esercizio del margine di discrezionalità ai sensi del commercio secondo regole discrezionali. Tali misure devono essere attuate sia dalle sedi di negoziazione (nel commercio secondo regole non discrezionali) sia dai gestori di un sistema organizzato di negoziazione (nel commercio secondo regole discrezionali e non discrezionali). 19

C. Negoziazione multilaterale / bilaterale

a) Negoziazione multilaterale

È considerata multilaterale la negoziazione che consente l'incontro degli interessi di acquisto e vendita di valori mobiliari o di altri strumenti finanziari di molteplici partecipanti all'interno del sistema di negoziazione in vista della conclusione di un contratto (art. 22 OInFi). Per fornire la garanzia della neutralità del sistema, in linea di principio non è ammesso eseguire gli ordini degli utenti impiegando il bilancio proprio del gestore o di un'impresa appartenente al medesimo gruppo. A differenza della negoziazione bilaterale, in linea di principio nella negoziazione multilaterale il gestore non è pertanto parte contrattuale (v. deroga di cui ai nm. 21 e 22). Il requisito relativo alla molteplicità degli utenti è adempiuto se il sistema dispone almeno di tre utenti attivi. 20

Costituisce una deroga al principio di cui al nm. 20 l'esecuzione di ordini degli utenti quali negoziazioni «*matched principal*» (*matched principal trading*). Si tratta di una negoziazione in cui il gestore s'interpone tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione della transazione, con le due parti della transazione eseguite simultaneamente, e la transazione è conclusa a un prezzo al quale l'intermediario non realizza né utili né perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese della transazione comunicati precedentemente. 21

Un'ulteriore deroga al principio di cui al nm. 20 si applica alle unità separate dal sistema organizzato di negoziazione mediante misure organizzative e barriere informative (cfr. nm. 26 e 27) in seno alla persona giuridica che opera in qualità di gestore. Tali unità possono operare, alle condizioni elencate di seguito, in qualità di *marker maker* o di utente del sistema organizzato di negoziazione del gestore. Se un'unità del gestore opera in qualità di utente, occorre garantire che tale unità soggiaccia alla medesima normativa a cui sottostanno gli altri utenti del sistema organizzato di negoziazione e che sussista parità di trattamento con 22

questi ultimi. Un'unità del gestore può operare in qualità di *market maker* se, nel quadro della normativa in materia di sistemi organizzati di negoziazione, essa soggiace a consoni obblighi per le persone che mettono a disposizione liquidità contemporaneamente per la vendita e per l'acquisto come pure un volume negoziabile. In entrambi i casi il gestore deve informare, in forma adeguata, che la negoziazione viene eseguita tramite il sistema organizzato di negoziazione impiegando il bilancio proprio. Inoltre, il gestore deve pubblicare almeno mensilmente, per ogni categoria di prodotto, quali volumi sono stati negoziati dai partecipanti oppure per proprio conto nel sistema organizzato di negoziazione. Per quanto riguarda la negoziazione per proprio conto deve essere pubblicato il volume massimo quotidiano per i mesi precedenti, sempre operando una distinzione per ogni categoria di prodotto.

b) Negoziazione bilaterale

Mentre presso le istituzioni per la negoziazione multilaterale operano, di norma, molteplici utenti sia sul versante della domanda sia su quello dell'offerta, in una negoziazione bilaterale gestita da un sistema organizzato di negoziazione il gestore del sistema di negoziazione è sempre considerato controparte nel momento in cui la transazione viene conclusa. Pertanto, nei sistemi di negoziazione bilaterali esso costituisce la parte contrattuale e, nell'esecuzione dell'operazione, è esposto al rischio di mercato. 23

D. Strumenti finanziari negoziati

Nei sistemi organizzati di negoziazione, a seconda delle loro caratteristiche, possono essere negoziati valori mobiliari o altri strumenti finanziari del mercato secondario. Il concetto di strumenti finanziari ha un'accezione vasta, tuttavia non comprende le operazioni di cassa in divise e metalli preziosi. In particolare, ai fini della classificazione come strumento finanziario non riveste alcuna importanza l'aspetto della liquidità. 24

Le transazioni sul mercato primario non sono disciplinate dalla regolamentazione in materia di sistemi organizzati di negoziazione. In tale regolamentazione non rientra nemmeno la vendita, da parte dell'emittente, di strumenti finanziari da esso concepiti su misura per il cliente che li ha commissionati, se il venditore o il relativo sistema non fissano alcun corso per il riacquisto durante la durata di vita del prodotto. 25

IV. Obblighi del gestore di un sistema organizzato di negoziazione

A. Obblighi del gestore di sistemi organizzati di negoziazione multilaterali

Chiunque gestisce un sistema organizzato di negoziazione multilaterale è tenuto a separare quest'ultimo, dal punto di vista organizzativo, dalle altre attività mediante misure preventive adeguate ed efficaci. È esclusa l'interazione di più sistemi organizzati di negoziazione di un gestore per quanto concerne gli stessi valori mobiliari o strumenti finanziari. Se sussistono diversi tipi di sistemi organizzati di negoziazione ai sensi dell'art. 42 lett. a-c LInFi, devono essere gestiti separatamente l'uno dall'altro. La gestione separata deve avvenire mediante misure preventive adeguate ed efficaci, in modo da rendere impossibile anche il 26

trasferimento di mandati tra la funzione bilaterale e quella multilaterale (sono ammesse deroghe in conformità al nm. 22). Al fine di evitare conflitti d'interesse, il commercio per conto proprio (sistemi organizzati di negoziazione bilaterali) e le transazioni «*matched principal*» (sistemi organizzati di negoziazione multilaterali) non devono essere effettuati nel medesimo sistema di negoziazione. In caso di contratti conclusi secondo regole discrezionali occorre garantire l'esecuzione alle migliori condizioni, se i clienti interessati non vi hanno rinunciato esplicitamente (cfr. art. 39 cpv. 3 OInFi).

Per misure preventive adeguate ed efficaci secondo il nm. 26s'intende l'adozione di misure concernenti l'allestimento dei locali, il personale, gli aspetti funzionali, organizzativi e di tecnologia dell'informazione volte ad accertare, impedire, appianare e sorvegliare i conflitti d'interesse come pure la creazione di perimetri di riservatezza in cui le informazioni possano essere isolate e controllate. Le persone fisiche che operano con valori mobiliari o strumenti finanziari oppure che decidono in merito al relativo commercio non possono prendere decisioni sull'esercizio corrente del sistema organizzato di negoziazione. 27

B. Obblighi del gestore di sistemi organizzati di negoziazione bilaterale

Il gestore di un sistema organizzato di negoziazione bilaterale provvede affinché gli ordini vengano effettuati ai corsi al momento della ricezione dell'ordine o ai corsi più vantaggiosi per l'utente. In base alle offerte sui corsi che lui stesso ha allestito, il gestore garantisce il miglior risultato possibile per gli utenti dal punto di vista finanziario, temporale e qualitativo. Sono ammesse deroghe all'esecuzione alle migliori condizioni se i clienti interessati vi hanno, per la corrispondente transazione, esplicitamente rinunciato o l'utente ha impartito un'esplicita istruzione al riguardo. 28

Se un gestore rientra nell'ambito di applicazione delle norme in materia di sistemi organizzati di negoziazione avendo concepito strumenti finanziari su misura del cliente e a tale scopo fissato un corso per il riacquisto (cfr. nm. 25), deve provvedere affinché il corso sia adeguato in relazione a eventuali valori sottostanti del prodotto. Tale condizione è soddisfatta in particolare se per una determinata categoria di prodotti i corsi di acquisto e di vendita vengono costantemente fissati con un margine ridotto. Occorre considerare, caso per caso, le condizioni di mercato per determinare se questo margine può essere considerato minimo. 29

Su richiesta degli utenti, il gestore deve essere in grado di comprovare che gli ordini di questi ultimi sono stati effettuati nel rispetto della sua normativa. 30

C. Garanzia di un commercio ordinato

Il gestore di un sistema organizzato di negoziazione emana regole per l'organizzazione del commercio e sorveglia il rispetto delle prescrizioni legali e regolamentari nonché lo svolgimento del commercio (art. 39 cpv. 1 OInFi). Per garantire che l'esercizio avvenga in conformità alle disposizioni, il gestore deve allestire una funzione di controllo efficiente e indipendente dal commercio e integrarla nel sistema di controllo interno; tale funzione registra e valuta in modo sistematico e completo i dati concernenti il commercio. Essa può essere conferita a persone che assumono anche altre mansioni di *compliance*. La persona 31

responsabile della funzione di controllo assicura che i comportamenti considerati come abusi di mercato vengano comunicati alla FINMA.

Il gestore effettua registrazioni cronologiche di tutti gli ordini e di tutte le operazioni eseguiti nell'ambito del sistema organizzato di negoziazione (art. 39 cpv. 2 OInFi). L'obbligo di registrazione serve a documentare le chiusure delle transazioni, in modo tale che, nel quadro della vigilanza, sia possibile ricostruire il funzionamento regolamentare delle operazioni in valori mobiliari e in altri strumenti finanziari. Tutti gli ordini e tutte le transazioni, anche per il commercio automatizzato, devono poter essere ricostruite cronologicamente con la necessaria granularità. Mediante misure preventive di ordine sistemico, il gestore deve inoltre garantire che ogni modifica successiva apportata alle registrazioni e il relativo stato anteriore alla modifica siano facilmente ricostruibili. Le registrazioni devono essere protette da modifiche oggettivamente non necessarie. Se il gestore adempie l'obbligo di registrazione già nel quadro di un altro obbligo legale, le registrazioni non devono essere effettuate due volte. 32

Il gestore di un sistema organizzato di negoziazione deve assicurare che esso garantisca un commercio ordinato anche in caso di intensa attività (art. 45 cpv. 1 LInFi in combinato disposto con l'art. 40 OInFi). Ciò comprende sia l'allestimento di sufficienti capacità a livello tecnico e di personale volte a impedire disfunzioni e interruzioni del sistema, sia la messa a punto di strategie concernenti capacità di sostituzione e misure preventive per risolvere rapidamente i guasti tecnici. 33

Il gestore di un sistema organizzato di negoziazione fissa regole e procedure trasparenti per un commercio equo, efficiente e ordinato, definisce criteri oggettivi per un'esecuzione efficace degli ordini e informa gli utenti al riguardo. I criteri non devono comportare una disparità di trattamento non oggettivamente giustificata tra gli utenti o fra diverse tipologie di utenti. 34

Le corrispondenti prescrizioni per l'introduzione e l'applicazione delle misure preventive secondo il nm. 22 e i nm. 26-34 devono essere fissate in direttive interne. Il rispetto di tali misure deve essere sottoposto alla sorveglianza di un servizio designato quale responsabile e adeguato (cfr. nm. 31). 35

D. Trasparenza del commercio

Le disposizioni sulla trasparenza pre-negoziazione si riferiscono agli strumenti finanziari di cui all'art. 27 cpv. 1 OInFi. 36

I sistemi di negoziazione bilaterali possono adempiere i requisiti in materia di trasparenza pre-negoziazione pubblicando offerte vincolanti. Se per un determinato strumento finanziario non esiste un mercato liquido, sono sufficienti offerte di corsi su richiesta. 37

Il mercato di uno strumento finanziario è considerato liquido ai sensi dell'art. 42 OInFi se, nel corso dell'anno precedente (da gennaio a dicembre), tale strumento è stato negoziato almeno 100 volte al giorno sulla sede di negoziazione in cui è avvenuta la prima ammissione.	38
Il mercato degli strumenti finanziari non ammessi al commercio su nessuna sede di negoziazione non è considerato liquido ai sensi dell'art. 42 OInFi.	39
Se, per gli strumenti finanziari ammessi presso una sede di negoziazione, il gestore di un sistema organizzato di negoziazione rinuncia alla pubblicazione delle offerte vincolanti perché non esiste alcun mercato liquido, egli documenta i propri accertamenti sulla liquidità del mercato, in modo tale che terzi esperti in materia possano esprimere un giudizio attendibile in merito.	40
Per i sistemi organizzati di negoziazione che effettuano negoziazioni « <i>matched principal</i> » (nm. 21) non sono contemplate deroghe alle disposizioni in materia di trasparenza.	41
E. Notifica	
I gestori di un sistema organizzato di negoziazione notificano alla FINMA la gestione o l'intenzione di intraprendere, in futuro, tale gestione (art. 29 LFINMA).	42