



**DOCUMENTO**

# **STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI DIVERSI DALLE AZIONI ED ESENZIONE DAL TUSP**

**NOVEMBRE 2023**



## A cura dell'Osservatorio Enti pubblici e Società partecipate

### **Presidente CNDCEC**

Elbano De Nuccio

### **Coordinatore scientifico**

Davide Di Russo

### **Consiglieri CNDCEC Enti Locali**

Cristina Bertinelli  
Giuseppe Venneri

### **Componenti Osservatorio**

Giancarlo Astegiano  
Filippo Barbagallo  
Salvatore Bilardo  
Harald Bonura  
Marco Castellani  
Antonio Colaianni  
Giordano Colarullo  
Luigi Di Marco  
Rinieri Ferone  
Andrea Ferri  
Bernardo Giorgio Mattarella  
Tommaso Miele  
Veronica Nicotra  
Luciano Panzani  
Francesca Palisi  
Alessandro Pettinato  
Riccardo Ranalli  
Cinzia Simeone

### **Ricercatore**

Antonio Miele - Ufficio Legislativo CNDCEC  
Anna De Toni – Area ricerca Enti pubblici FNC



Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili affronta – per il tramite dell’Osservatorio Enti Pubblici e Società partecipate (Ufficio di diretta collaborazione della Presidenza) – la questione relativa alla sorte delle società a partecipazione pubblica che, ai sensi e per gli effetti del TUSP, sono considerate “quotate” in ragione della quotazione di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Stando alla lettera della legge, la riconducibilità di tali società al perimetro delle “società quotate” (e, di riflesso, la loro esenzione dal TUSP stesso, ai sensi del relativo art. 1, co. 5) è chiaramente ancorata al perfezionamento della quotazione entro una circoscritta finestra temporale, che si è chiusa, al più tardi, un anno dopo l’entrata in vigore del TUSP (da ciò risultando una marcata differenza di trattamento rispetto alle società emittenti strumenti azionari, che il TUSP considera “quotate” per effetto e in coincidenza della quotazione, in qualunque tempo intervenuta).

*Quid iuris*, tuttavia, allorché lo strumento finanziario giunga a scadenza? La società perde irrimediabilmente e irreversibilmente lo *status* di quotata (con conseguente attrazione nella sfera applicativa del TUSP) oppure può conservare detto *status* (o addirittura riacquistarlo) per effetto di una nuova emissione?

Il problema non è di poco conto, considerato che (a ormai sette anni dall’entrata in vigore del TUSP) per diverse società quotate (nell’accezione qui considerata) tale scadenza è ormai prossima; e l’incertezza circa il regime applicabile merita di essere dissipata, posto che, agli occhi di eventuali investitori, è tutt’altro che indifferente che la società emittente vada o meno incontro all’applicazione del TUSP: come evidenziato al CNDCEC da operatori di varie estrazioni professionali, la società a partecipazione pubblica che ricade nel regime vincolistico del TUSP rischia di risultare meno attrattiva e quindi di incontrare maggiori difficoltà nel collocare i nuovi strumenti finanziari (e, per tale via, nel finanziarsi al fine di mantenere quantomeno costante il livello degli investimenti garantito dall’emissione originaria).

Muovendo dalla ricostruzione del quadro normativo previgente (che evidenzia, in materia di società a partecipazione pubblica, la tendenza del legislatore storico a trattare allo stesso modo le società emittenti azioni quotate e quelle emittenti strumenti quotati non azionari), l’Osservatorio del CNDCEC conclude che, nel contesto attuale, la scadenza dello strumento non azionario non preclude alla società a partecipazione pubblica la conservazione dello *status* di società quotata; a condizione però che segua una nuova emissione sui mercati regolamentati, e sempreché questa intervenga in sostanziale continuità, così da non potersi ravvisare uno iato significativo rispetto alla fattispecie originaria.

Tale soluzione (che si deve al fertile confronto tra gli autorevoli componenti dell’Osservatorio) rappresenta il punto di equilibrio tra la *ratio* alla base dell’assetto dettato dal TUSP (diretta a



impedire fenomeni elusivi nell'applicazione della relativa disciplina) e ragionevolezza nell'interpretazione della norma, in attesa di un auspicato intervento chiarificatore e semplificatore da parte del legislatore.

Il Presidente  
Elbano de Nuccio



## Sommario

Premessa	6
1. Il quadro normativo anteriore al TUSP	8
1.1. La nozione generale e onnicomprensiva di “società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati”	8
1.2. Il sintagma “società quotate”, senza ulteriori specificazioni in ordine allo strumento oggetto di quotazione	12
1.3. La locuzione “società con azioni quotate”	15
1.4. La scelta del TUSP	16
2. L’esaurimento dell’originaria emissione di strumento finanziario quotato diverso dalle azioni	17
3. L’estensione dell’emissione originaria	18
4. L’inoperatività dell’art. 18 TUSP nelle fattispecie considerate	19
5. <i>De iure condendo</i>	20
6. Conclusioni	20



## Premessa

Il d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (recante “Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica” - di seguito anche “TUSP”), per principio generale (ex art. 1, co. 5), non si applica alle «*società quotate*» come definite dall’art. 2, co. 1, lett. *p*), nonché alle società da esse controllate, a meno che non sia espressamente previsto.

Ai sensi dell’art. 2, co. 1, lett. *p*), il TUSP intende per «*società quotate*»:

- le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati;
- le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati.

A norma dell’art. 52, co. 1-*bis* del d.l. 17 maggio 2022, n. 50, conv. con mod. dalla l. 15 luglio 2022, n. 91, “*Il termine di cui all’articolo 2, comma 2, lettera p), del testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, di cui al decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175, è fissato, per le società del comparto energetico, al 31 dicembre 2021*”.

All’art. 26, il TUSP aggiunge che:

- le pubbliche amministrazioni possono comunque mantenere le partecipazioni in società quotate detenute al 31 dicembre 2015 (co. 3);
- nei diciotto mesi successivi alla sua entrata in vigore, il TUSP non si applica alle società a partecipazione pubblica che abbiano deliberato la quotazione delle proprie azioni in mercati regolamentati con provvedimento comunicato alla Corte dei conti. Ove entro il suddetto termine la società interessata abbia presentato domanda di ammissione alla quotazione, il TUSP continua a non applicarsi alla stessa società fino alla conclusione del procedimento di quotazione (co. 4);
- nei dodici mesi successivi alla sua entrata in vigore, il TUSP non si applica alle società a partecipazione pubblica che, entro la data del 30 giugno 2016, abbiano adottato atti volti all’emissione di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati. I suddetti atti sono comunicati alla Corte dei conti entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore del TUSP. Ove entro il suddetto termine di dodici mesi il procedimento di quotazione si sia concluso, il TUSP continua a non applicarsi alla stessa società. Sono comunque fatti salvi, anche in deroga all’art. 7, gli effetti degli atti volti all’emissione di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati, adottati prima dell’entrata in vigore del TUSP (co. 5).

Inoltre, il TUSP prevede, all’art. 18, sotto la rubrica “*Quotazione di società a controllo pubblico in mercati regolamentati*”, che:



- le società controllate da una o più amministrazioni pubbliche (*rectius*, società a controllo pubblico ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. m) possono quotare azioni o altri strumenti finanziari in mercati regolamentati, a seguito di deliberazione adottata ai sensi dell'art. 5, co. 1, secondo le modalità di cui all'art. 7, co. 1. L'atto deliberativo prevede uno specifico programma avente a oggetto il mantenimento o la progressiva dismissione del controllo pubblico sulla società quotata (co. 1);
- l'atto deliberativo avente a oggetto la richiesta di ammissione alla quotazione è adottato con le modalità di cui all'art. 7, co. 1;
- è fatta salva la possibilità di quotazione in mercati regolamentati di società a partecipazione pubblica singolarmente individuate, soggette a regimi speciali in base ad apposite norme di legge.

\*\*\*

Risulta quindi un trattamento differenziato per le società che emettono strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, a seconda che si tratti di azioni ovvero di strumenti diversi, posto che:

- le società con azioni quotate in mercati regolamentati (e, di riflesso le società da esse controllate) sono considerate «*società quotate*» e, quindi, escluse dall'applicazione del TUSP ex se, vale a dire sol per il fatto di avere azioni quotate in mercati regolamentati (art. 2, co. 1, lett. p);
- le società emittenti strumenti finanziari quotati diversi dalle azioni (e, di riflesso, le società da esse controllate) sono esentate dall'applicazione del TUSP all'ulteriore condizione che abbiano emesso detti strumenti:
  - o entro la data del 31 dicembre 2015 (art. 2, co. 1, lett. p);
  - o ovvero ancora, all'esito di un procedimento avviato entro la data del 30 giugno 2016 e concluso entro il termine di dodici mesi dall'entrata in vigore del TUSP, vale a dire entro il 23 settembre 2017 (art. 26, co. 5)<sup>1</sup>;
  - o ovvero, per le sole società del comparto energetico, entro il 31 dicembre 2021 (art. 52, co. 1-*bis*, d.l. 50/2022, conv. con mod. dalla l. 91/2022).

\*\*\*

---

<sup>1</sup> La rilevanza dell'avvio del procedimento di quotazione in mercati regolamentati di strumenti finanziari ai fini della sottrazione dall'applicazione del TUSP e dell'equiparazione a una "società quotata" ai sensi e per gli effetti del TUSP stesso si deve all'accoglimento, nel corso dei lavori preparatori, della condizione n. 4 del parere della Commissione V Bilancio della Camera (qui reperibile: <https://documenti.camera.it/leg17/dossier/pdf/BI0335a.pdf>), laddove si chiede che "sia riformulata la disposizione di cui all'articolo 2, comma 1, lettera o), o quella transitoria di cui all'articolo 27, comma 4, al fine di includervi le società che abbiano avviato processi di emissione di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, diversi dalle azioni, alla data del 30 giugno 2016 e di fare salvi gli atti volti alla quotazione o all'emissione dei suddetti strumenti, già posti in essere alla data di entrata in vigore del decreto, anche in deroga alle disposizioni di cui all'articolo 7".



A sette anni dall'entrata in vigore del TUSP - secondo le segnalazioni pervenute al CNDCEC - diverse società "quotate" in ragione della quotazione di strumenti finanziari non azionari vedono approssimarsi la scadenza dei titoli.

È dunque estremamente attuale la questione se lo *status* di quotata, per tali società, sia destinato comunque a venir meno allo spirare della quotazione ovvero se possa essere mantenuto, almeno finché la società si trovi in costanza di emissione (anche successiva) di titoli di eguale natura.

Considerata la rilevanza del tema, il CNDCEC ritiene opportuno affrontare l'argomento per il tramite dell'Osservatorio enti pubblici e società partecipate, offrendo una soluzione in grado – *de iure condito* – di superare l'incertezza, e auspicando comunque un intervento legislativo volto ad aggiornare il testo normativo sul punto.

---

## 1. Il quadro normativo anteriore al TUSP

L'impostazione del TUSP – che, come si è visto, ricorre a una definizione articolata e composta di società "quotata", affiancando a una nozione "stabile" (società che hanno emesso o emettono azioni quotata in mercati regolamentati), una nozione "precaria" (società che abbiano emesso strumenti finanziari diversi dalle azioni entro lo spartiacque temporale del 31.12.2015<sup>2</sup> o all'esito di un procedimento avviato entro la data del 30.6.2016 e concluso entro il termine di dodici mesi dall'entrata in vigore del TUSP) - segna una discontinuità rispetto al panorama normativo antecedente, caratterizzato dalla prevalente tendenza ad accomunare, per definizione e trattamento, le due fattispecie.

### 1.1. La nozione generale e onnicomprensiva di "società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati"

Pur nell'ambito di un quadro complessivamente disorganico, il legislatore, sino al 2016, ha infatti mantenuto una certa coerenza nell'escludere dall'applicazione di norme di settore destinate a società caratterizzate da una partecipazione pubblica le società quotata; e nell'accomunare in tale nozione sia le società emittenti azioni sia quelle emittenti strumenti diversi dalle azioni, a tal fine ricorrendo all'espressione "società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati".

Sono esemplificative della tendenza assolutamente prevalente:

- l'art. 147-*quater*, co. 5, d.lgs. 267/2000 (TUEL), il quale, agli ultimi due periodi precisa che "Le disposizioni del presente articolo [rubricato "Controlli sulle società partecipate non quotata"]

---

<sup>2</sup> Termine che – si è detto - per le società del comparto energetico, è esteso al 31.12.2021 *ex art.* 52, co. 1-*bis*, d.l. 50/2022, conv. con mod. dalla l. 91/2022.



*non si applicano alle società quotate e a quelle da esse controllate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile. A tal fine, per società quotate partecipate dagli enti di cui al presente articolo si intendono le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati*";

- l'art. 60, co. 3, d.lgs. 165/2001, che stabilisce l'obbligo di comunicare alla Presidenza del Consiglio dei ministri-Dipartimento della funzione pubblica e al Ministero dell'economia e delle finanze il costo annuo del personale comunque utilizzato, a carico, tra l'altro de *"le società non quotate partecipate direttamente o indirettamente, a qualunque titolo, dalle pubbliche amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, diverse da quelle emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati e dalle società dalle stesse controllate"*;
- l'art. 3, co. 32-ter, l. n. 244/2007, il quale stabilisce che *"Le disposizioni dei commi da 27 a 31 non si applicano per le partecipazioni in società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati"*<sup>3</sup>;
- l'art. 23-bis, co. 1, d.l. 201/2011, a mente del quale: *"Fatto salvo quanto previsto dall'articolo 19, comma 6, del decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge*

<sup>3</sup> Il co. 32-ter è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP).

Ai sensi del co. 27: *"Al fine di tutelare la concorrenza e il mercato, le amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, non possono costituire società aventi a oggetto attività di produzione di beni e di servizi non strettamente necessarie per il perseguimento delle proprie finalità istituzionali, né assumere o mantenere direttamente o indirettamente partecipazioni, anche di minoranza, in tali società. È sempre ammessa la costituzione di società che producono servizi di interesse generale e l'assunzione di partecipazioni in tali società da parte di amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, nell'ambito dei rispettivi livelli di competenza".* Il co. 27 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP, e il suo contenuto è sostanzialmente confluito all'art. 4 dello stesso TUSP.

Ai sensi del co. 27-bis: *"Per le amministrazioni dello Stato restano ferme le competenze del Ministero dell'economia e delle finanze già previste dalle disposizioni vigenti alla data di entrata in vigore della presente legge. In caso di costituzione di società che producono servizi di interesse generale e di assunzione di partecipazioni in tali società, le relative partecipazioni sono attribuite al Ministero dell'economia e delle finanze, che esercita i diritti dell'azionista di concerto con i Ministeri competenti per materia".* Il co. 27-bis è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP.

Ai sensi del co. 28: *"L'assunzione di nuove partecipazioni e il mantenimento delle attuali devono essere autorizzati dall'organo competente con delibera motivata in ordine alla sussistenza dei presupposti di cui al co.27".* Il co. 28 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP.

Ai sensi del co. 28-bis *"Per le amministrazioni dello Stato, l'autorizzazione di cui al comma 28 è data con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro competente per materia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze".* Il co. 28-bis è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP.

Ai sensi del co. 29: *"Entro diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, le amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, nel rispetto delle procedure ad evidenza pubblica, cedono a terzi le società e le partecipazioni vietate ai sensi del comma 27".* Il co. 29 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP. Il co. 29 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP.

Ai sensi del co. 30: *"Le amministrazioni che, nel rispetto del comma 27, costituiscono società o enti, comunque denominati, o assumono partecipazioni in società, consorzi o altri organismi, anche a seguito di processi di riorganizzazione, trasformazione o decentramento, adottano, sentite le organizzazioni sindacali per gli effetti derivanti sul personale, provvedimenti di trasferimento delle risorse umane, finanziarie e strumentali in misura adeguata alle funzioni esercitate mediante i soggetti di cui al presente comma e provvedono alla corrispondente rideterminazione della propria dotazione organica".*

Ai sensi del co. 31: *"Fino al perfezionamento dei provvedimenti di rideterminazione di cui al comma 30, le dotazioni organiche sono provvisoriamente individuate in misura pari al numero dei posti coperti al 31 dicembre dell'anno precedente all'istituzione o all'assunzione di partecipazioni di cui al comma 30, tenuto anche conto dei posti per i quali alla stessa data risultino in corso di espletamento procedure di reclutamento, di mobilità o di riqualificazione del personale, diminuito delle unità di personale effettivamente trasferito".*



*3 agosto 2009, n. 102, con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare entro il 30 aprile 2016 [...] per le società direttamente o indirettamente controllate da amministrazioni dello Stato e dalle altre amministrazioni pubbliche di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, ad esclusione delle società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati e loro controllate, sono definiti indicatori dimensionali quantitativi e qualitativi al fine di individuare fino a cinque fasce per la classificazione delle suddette società. Per ciascuna fascia è determinato, in proporzione, il limite dei compensi massimi al quale i consigli di amministrazione di dette società devono fare riferimento, secondo criteri oggettivi e trasparenti, per la determinazione del trattamento economico annuo onnicomprensivo da corrispondere agli amministratori, ai dirigenti e ai dipendenti, che non potrà comunque eccedere il limite massimo di euro 240.000 annui al lordo dei contributi previdenziali e assistenziali e degli oneri fiscali a carico del beneficiario, tenuto conto anche dei compensi corrisposti da altre pubbliche amministrazioni. Le società di cui al primo periodo verificano il rispetto del limite massimo del trattamento economico annuo onnicomprensivo dei propri amministratori e dipendenti fissato con il decreto di cui al presente comma. Sono in ogni caso fatte salve le disposizioni legislative e regolamentari che prevedono limiti ai compensi inferiori a quelli previsti dal decreto di cui al presente comma”<sup>4</sup>;*

---

<sup>4</sup> L'art. 23-bis prevede inoltre che:

“2. In considerazione di mutamenti di mercato e in relazione al tasso di inflazione programmato, nel rispetto degli obiettivi di contenimento della spesa pubblica, con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze si provvede a rideterminare, almeno ogni tre anni, le fasce di classificazione e l'importo massimo di cui al comma 1.

3. Gli emolumenti determinati ai sensi dell'articolo 2389, terzo comma, del codice civile, possono includere una componente variabile che non può risultare inferiore al 30 per cento della componente fissa e che è corrisposta in misura proporzionale al grado di raggiungimento di obiettivi annuali, oggettivi e specifici determinati preventivamente dal consiglio di amministrazione. Il Consiglio di amministrazione riferisce all'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, del codice civile, in merito alla politica adottata in materia di retribuzione degli amministratori con deleghe, anche in termini di conseguimento degli obiettivi agli stessi affidati con riferimento alla parte variabile della stessa retribuzione.

4. Nella determinazione degli emolumenti da corrispondere, ai sensi dell'articolo 2389, terzo comma, del codice civile, i consigli di amministrazione delle società non quotate, controllate dalle società di cui al comma 1 del presente articolo, non possono superare il limite massimo indicato dal decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di cui al predetto comma 1 per la società controllante e, comunque, quello di cui al comma 5-bis e devono in ogni caso attenersi ai medesimi principi di oggettività e trasparenza.

5. Il decreto di cui al comma 1 è sottoposto alla registrazione della Corte dei conti”.

Sono invece stati abrogati i co. da 5-bis a 5-sexies dall'art. 28, co. 1, lett. n) del TUSP:

Ai sensi del co. 5-bis (introdotto ex art. 2, co. 20-quater, lett. b) del dl. 95/2012, conv. con mod. dalla l. 135/2012): “Il compenso stabilito ai sensi dell'articolo 2389, terzo comma, del codice civile, dai consigli di amministrazione delle società non quotate, direttamente o indirettamente controllate dalle pubbliche amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, non può comunque essere superiore al trattamento economico del primo presidente della Corte di cassazione. Sono in ogni caso fatte salve le disposizioni legislative e regolamentari che prevedono limiti ai compensi inferiori a quello previsto al periodo precedente”

Ai sensi del co. 5-ter (introdotto ex art. 2, co. 20-quater, lett. b) del dl. 95/2012, conv. con mod. dalla l. 135/2012): “Il trattamento economico annuo onnicomprensivo dei dipendenti delle società non quotate di cui al comma 5-bis non può comunque essere superiore al trattamento economico del primo presidente della Corte di cassazione. Sono in ogni caso fatte salve le disposizioni legislative che prevedono limiti ai compensi inferiori a quello previsto dal comma precedente”.

Ai sensi del co. 5-quater (introdotto ex art. 84-ter, d.l.69/2013, conv. con mod. dalla l. 98/2013): “Nelle società direttamente o indirettamente controllate dalle pubbliche amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, che emettono esclusivamente strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati nonché nelle società dalle stesse controllate, il compenso di cui all'articolo 2389, terzo comma, del codice civile per l'amministratore delegato e il presidente del consiglio di amministrazione non può essere stabilito e corrisposto in misura superiore al 75 per



- l' art. 22, d.lgs. 39/2013 (recante *“Disposizioni in materia di inconferibilità e incompatibilità di incarichi presso le pubbliche amministrazioni e presso gli enti privati in controllo pubblico, a norma dell’articolo 1, commi 49 e 50, della legge 6 novembre 2012, n. 190”*), ai sensi del quale *“Le disposizioni di cui agli articoli 9 e 12 del presente decreto non si applicano agli incarichi presso le società che emettono strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati e agli incarichi presso le loro controllate”*<sup>5</sup>;
- l’art. 1, co. 550, l. 147/2013, a mente del quale *“Le disposizioni del presente comma e dei commi da 551 a 562 si applicano [...] alle società partecipate dalle pubbliche amministrazioni locali indicate nell’elenco di cui all’articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196. Sono esclus[e] le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati e le loro controllate”*<sup>6</sup>;

cento del trattamento economico complessivo a qualsiasi titolo determinato, compreso quello per eventuali rapporti di lavoro con la medesima società, nel corso del mandato antecedente al rinnovo”;

Ai sensi del co. 5-*quinqies* (introdotto ex art. 84-ter, d.l.69/2013, conv. con mod. dalla l. 98/2013): *“Nelle società direttamente o indirettamente controllate dalle pubbliche amministrazioni di cui all’articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, che emettono titoli azionari quotati in mercati regolamentati, in sede di rinnovo degli organi di amministrazione è sottoposta all’approvazione dell’assemblea degli azionisti una proposta in materia di remunerazione degli amministratori con deleghe di dette società e delle loro controllate, conferme ai criteri del comma 5-quater. In tale sede, l’azionista di controllo pubblico è tenuto ad esprimere assenso alla proposta di cui al primo periodo”*.

Ai sensi del co. 5-*sexies* (introdotto ex art. 84-ter, d.l.69/2013, conv. con mod. dalla l. 98/2013): *“Le disposizioni di cui ai commi 5-quater e 5-*quinqies* si applicano limitatamente al primo rinnovo dei consigli di amministrazione successivo alla data di entrata in vigore della presente disposizione ovvero, qualora si sia già provveduto al rinnovo, ai compensi ancora da determinare ovvero da determinare in via definitiva. Le disposizioni di cui ai commi 5-quater e 5-*quinqies* non si applicano qualora nei dodici mesi antecedenti alla data di entrata in vigore della presente disposizione siano state adottate riduzioni dei compensi dell’amministratore delegato o del presidente del consiglio di amministrazione almeno pari a quelle previste nei medesimi commi”*.

<sup>5</sup> L’art. 9 ha ad oggetto *“Incompatibilità tra incarichi e cariche in enti di diritto privato regolati o finanziati nonché tra gli stessi incarichi e le attività professionali”*; l’art. 10 ha ad oggetto *“Incompatibilità tra le cariche direttive nelle aziende sanitarie locali, le cariche in enti di diritto privato regolati o finanziati e lo svolgimento di attività professionali”*; l’art. 11 ha ad oggetto *“Incompatibilità tra incarichi amministrativi di vertice e di amministratore di ente pubblico e cariche di componenti degli organi di indirizzo nelle amministrazioni statali, regionali e locali”*; l’art. 12 ha ad oggetto *“Incompatibilità tra incarichi dirigenziali interni e esterni e cariche di componenti degli organi di indirizzo nelle amministrazioni statali, regionali e locali”*.

<sup>6</sup> Per quanto qui di rilievo si evidenzia che:

- ai sensi del co. 551, *“Nel caso in cui i soggetti di cui al comma 550 presentino un risultato di esercizio negativo, le pubbliche amministrazioni locali partecipanti accantonano nell’anno successivo in apposito fondo vincolato un importo pari al risultato negativo non immediatamente ripianato, in misura proporzionale alla quota di partecipazione. Per le società che redigono il bilancio consolidato, il risultato di esercizio è quello relativo a tale bilancio. Limitatamente alle società che svolgono servizi pubblici a rete di rilevanza economica, compresa la gestione dei rifiuti, per risultato si intende la differenza tra valore e costi della produzione ai sensi dell’articolo 2425 del codice civile. L’importo accantonato è reso disponibile in misura proporzionale alla quota di partecipazione nel caso in cui l’ente partecipante ripiani la perdita di esercizio o dismetta la partecipazione o il soggetto partecipato sia posto in liquidazione. Nel caso in cui i soggetti partecipati ripianino in tutto o in parte le perdite conseguite negli esercizi precedenti l’importo accantonato viene reso disponibile agli enti partecipanti in misura corrispondente e proporzionale alla quota di partecipazione”* (il co. 551);
- ai sensi del co. 553 *“A decorrere dall’esercizio 2014 i soggetti di cui al comma 550 a partecipazione di maggioranza, diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali concorrono alla realizzazione degli obiettivi di finanza pubblica, perseguendo la sana gestione dei servizi secondo criteri di economicità e di efficienza [...]”*;
- ai sensi del co. 554, *“A decorrere dall’esercizio 2015 [...] le società a partecipazione di maggioranza diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali titolari di affidamento diretto da parte di soggetti pubblici per una quota superiore all’80 per cento del valore della produzione, che nei tre esercizi precedenti abbiano conseguito un risultato economico negativo, procedono alla riduzione del 30 per cento del compenso dei componenti degli organi di amministrazione. Il conseguimento di un risultato economico negativo per due anni consecutivi rappresenta*



- art. 20, d.l. 66/2014, che esclude l'applicazione delle misure di contenimento della spesa pubblica ivi stabilite alle società "emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati".

## 1.2. Il sintagma "società quotate", senza ulteriori specificazioni in ordine allo strumento oggetto di quotazione

In altri casi, il legislatore, nel dettare norme di contenimento della spesa pubblica estese al c.d. "perimetro allargato" della finanza pubblica (destinato a comprendervi anche le società a partecipazione pubblica), ha fatto ricorso alla generica locuzione "società quotate" (o, in negativo, "società non quotate"), talvolta declinata affiancandovi espressioni quali "in mercati regolamentati" o "su mercati regolamentati" o "in borsa", ma sempre senza specificazione alcuna in ordine allo strumento oggetto di quotazione (e, quel che più conta, senza esplicitamente introdurre alcuna differenziazione tra società emittenti azioni e società emittenti strumenti diversi).

Si allude alle seguenti disposizioni:

- art. 1, co. 465, l. 296/2006 a mente del quale: "Il Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con gli altri Ministri competenti, entro quarantacinque giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge, emana un atto di indirizzo volto, ove necessario, al contenimento del numero dei componenti dei consigli di amministrazione delle società non quotate partecipate dal Ministero dell'economia e delle finanze e rispettive società controllate, al fine di rendere la composizione dei predetti consigli coerente con l'oggetto sociale delle società";
- art. 3, co. 12, l. 244/2007, come modificato ex art. 71, co.1, lett. a) della l. 69/2009, il quale prevedeva<sup>7</sup> che: "[...] gli statuti delle società non quotate, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato ai sensi dell'articolo 2359, primo comma, numero 1) del codice civile, si adeguano alle seguenti disposizioni:
  - a) ridurre il numero massimo dei componenti degli organi di amministrazione a cinque se le disposizioni statutarie vigenti prevedono un numero massimo di componenti superiore a cinque, e a sette se le citate disposizioni statutarie prevedono un numero massimo di componenti superiore a sette. I compensi deliberati ai sensi dell'articolo 2389, primo comma del codice civile sono ridotti, in sede di prima applicazione delle presenti

---

giusta causa ai fini della revoca degli amministratori. Quanto previsto dal presente comma non si applica ai soggetti il cui risultato economico, benché negativo, sia coerente con un piano di risanamento preventivamente approvato dall'ente controllante"

- ai sensi del co. 555, "A decorrere dall'esercizio 2017, in caso di risultato economico negativo per quattro dei cinque esercizi precedenti, i soggetti di cui al comma 554 diversi dalle società che svolgono servizi pubblici locali sono posti in liquidazione entro sei mesi dalla data di approvazione del bilancio o rendiconto relativo all'ultimo esercizio. In caso di mancato avvio della procedura di liquidazione entro il predetto termine, i successivi atti di gestione sono nulli e la loro adozione comporta responsabilità erariale per i soci";

<sup>7</sup> L'art. 3, co. 12 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. f) del TUSP; l'art. 71, co.1, lett. a) della l. 69/2009 è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. h) del TUSP.



- disposizioni, del 25 per cento rispetto ai compensi precedentemente deliberati per ciascun componente dell'organo di amministrazione;
- b) prevedere che al presidente possano essere attribuite deleghe operative con delibera dell'assemblea dei soci;
  - c) sopprimere la carica di vicepresidente eventualmente contemplata dagli statuti, ovvero prevedere che la carica stessa sia mantenuta esclusivamente quale modalità di individuazione del sostituto del presidente in caso di assenza o impedimento, senza dare titolo a compensi aggiuntivi;
  - d) prevedere che l'organo di amministrazione, fermo quanto previsto ai sensi della lettera b), possa delegare proprie attribuzioni a un solo componente, al quale soltanto possono essere riconosciuti compensi ai sensi dell'articolo 2389, terzo comma, del codice civile;
  - e) prevedere, in deroga a quanto previsto dalla lettera d), fermo quanto previsto ai sensi della lettera b), la possibilità che l'organo di amministrazione conferisca deleghe per singoli atti anche ad altri membri dell'organo stesso, a condizione che non siano previsti compensi aggiuntivi;
  - f) prevedere che la funzione di controllo interno riferisca all'organo di amministrazione o, fermo restando quanto previsto dal comma 12-bis [a mente del quale "Le società di cui al comma 12 provvedono a limitare ai casi strettamente necessari la costituzione di comitati con funzioni consultive o di proposta. Per il caso di loro costituzione, in deroga a quanto previsto dal comma 12, lettera d), può essere riconosciuta a ciascuno dei componenti di tali comitati una remunerazione complessivamente non superiore al 30 per cento del compenso deliberato per la carica di componente dell'organo amministrativo"], a un apposito comitato eventualmente costituito all'interno dell'organo di amministrazione;
  - g) prevedere il divieto di corrispondere gettoni di presenza ai componenti degli organi sociali";
- art. 3, co. 44, l. 244/2007, il quale dispone che: *"Il trattamento economico onnicomprensivo di chiunque riceva a carico delle pubbliche finanze emolumenti o retribuzioni nell'ambito di rapporti di lavoro dipendente o autonomo con pubbliche amministrazioni statali di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165 [...] società non quotate a totale o prevalente partecipazione pubblica nonché le loro controllate [...] non può superare quello del primo presidente della Corte di cassazione. Il limite si applica anche a[...] organi di governo e di controllo di società non quotate";*
  - art. 18, d.l. 112/2008, conv., con mod., dalla l. 133/2008, in forza del quale: *"A decorrere dal sessantesimo giorno successivo all'entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto legge, le società che gestiscono servizi pubblici locali a totale partecipazione pubblica adottano, con propri provvedimenti, criteri e modalità per il reclutamento del personale e per il conferimento degli incarichi nel rispetto dei principi di cui al comma 3 dell'articolo 35 del*



*decreto legislativo n. 165 del 2001 [co. 1]. Le altre società a partecipazione pubblica totale o di controllo adottano, con propri provvedimenti, criteri e modalità per il reclutamento del personale e per il conferimento degli incarichi nel rispetto dei principi, anche di derivazione comunitaria, di trasparenza, pubblicità e imparzialità [co. 2]. Le aziende speciali, le istituzioni e le società a partecipazione pubblica locale totale o di controllo si attengono alla riduzione dei costi del personale. A tal fine, l'ente controllante, con proprio atto di indirizzo, tenuto anche conto delle disposizioni che stabiliscono, a suo carico, divieti o limitazioni alle assunzioni di personale, definisce, per ciascuno dei soggetti di cui al presente periodo, specifici criteri e modalità di attuazione del principio di contenimento dei costi del personale, tenendo conto del settore in cui ciascuno soggetto opera. Le aziende speciali, le istituzioni e le società a partecipazione pubblica locale totale o di controllo adottano tali indirizzi propri provvedimenti e, nel caso del contenimento degli oneri contrattuali, gli stessi vengono recepiti in sede di contrattazione di secondo livello [co. 2-bis]. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alle società quotate su mercati regolamentati [co. 3]<sup>8</sup>;*

- art. 6, co. 6, d.l. 78/2010, conv. con mod. dalla l. 122/2010, a mente del quale: *“Nelle società inserite nel conto economico consolidato della pubblica amministrazione, come individuate dall’istituto nazionale di statistica (ISTAT) ai sensi del comma 3 dell’articolo 1 della legge 31 dicembre 2009, n. 196, nonché nelle società possedute direttamente o indirettamente in misura totalitaria, alla data di entrata in vigore del presente provvedimento dalle amministrazioni pubbliche, il compenso di cui all’articolo 2389, primo comma, del codice civile, dei componenti degli organi di amministrazione e di quelli di controllo è ridotto del 10 per cento. La disposizione di cui al primo periodo si applica a decorrere dalla prima scadenza del consiglio o del collegio successiva alla data di entrata in vigore del presente provvedimento. La disposizione di cui al presente comma non si applica alle società quotate e alle loro controllate”;*
- art. 6, co. 19, d.l. 78/2010, conv. con mod., dalla l. 122/2010, il quale disponeva che<sup>9</sup>: *“Al fine del perseguimento di una maggiore efficienza delle società pubbliche, tenuto conto dei principi nazionali e comunitari in materia di economicità e concorrenza, le amministrazioni di cui all’articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, non possono, salvo quanto previsto dall’art. 2447 codice civile, effettuare aumenti di capitale, trasferimenti straordinari, aperture di credito, né rilasciare garanzie a favore delle società partecipate non quotate che abbiano registrato, per tre esercizi consecutivi, perdite di esercizio ovvero che abbiano utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali. Sono in ogni caso consentiti i trasferimenti alle società di cui al primo periodo a fronte di convenzioni, contratti di servizio o di programma relativi allo svolgimento di servizi di pubblico interesse ovvero alla realizzazione di investimenti. Al fine di salvaguardare la continuità nella prestazione di servizi di pubblico*

<sup>8</sup> I co. 1, 2 e 3 sono stati abrogati dall’art. 28, co. 1, lett. g) del TUSP; al co. 2-bis il riferimento alle società è stato eliminato ex art. 27, co. 1, lett. b) del TUSP.

<sup>9</sup> La norma, abrogata dall’art. 28, co.1, lett. l) del TUSP; ma il suo contenuto è sostanzialmente confluito nell’art. 14, co. 5, TUSP (la cui applicazione è testualmente esclusa per le “società quotate”).



*interesse, a fronte di gravi pericoli per la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico e la sanità, su richiesta della amministrazione interessata, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto gli altri Ministri competenti e soggetto a registrazione della Corte dei Conti, possono essere autorizzati gli interventi di cui al primo periodo del presente comma”;*

- art. 9, co. 29, d.l. 78/2010 conv. con mod., dalla l. 122/2010, ai sensi del quale: *“Le società non quotate, inserite nel conto economico consolidato della pubblica amministrazione, come individuate dall'ISTAT ai sensi del comma 3 dell'articolo 1 della legge 31 dicembre 2009, n. 196, controllate direttamente o indirettamente dalle amministrazioni pubbliche, adeguano le loro politiche assunzionali alle disposizioni previste nel presente articolo”;*
- art. 3, co. 1, l. 120/2011 (recante *“Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati”*), ove si precisa che: *“Le disposizioni della presente legge si applicano anche alle società, costituite in Italia, controllate da pubbliche amministrazioni ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile, non quotate in mercati regolamentati”;*
- art. 4, co. 13, primo periodo d.l. 95/2012, il quale disponeva<sup>10</sup> che: *“Le disposizioni del presente articolo [comprendenti quelle di cui ai co. 4 e 5 in materia di compensi delle società partecipate da pubbliche amministrazioni, oggi rimaneggiate ex art. 28, co.1, lett. p) del TUSP, e richiamate dall'art. 11, co. 7, del TUSP] non si applicano alle società quotate ed alle loro controllate”.*

Lo stesso legislatore, tuttavia, con l'art. 34, co. 38, d.l. 179/2012 (conv., con mod., dalla l. 221/2012), ha chiarito che: *“Ai fini della corretta applicazione delle disposizioni in materia di contenimento della spesa pubblica riguardanti le società partecipate da pubbliche amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, si intendono per società quotate le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati”*<sup>11</sup>, così accomunando ancora una volta sotto la generica nozione di “società quotate” (in funzione esimente dall'applicazione delle disposizioni destinate alle società caratterizzate da una partecipazione pubblica, di volta in volta declinata con accenti diversi dalle disposizioni medesime) sia quelle emittenti azioni quotate, che quelle emittenti strumenti quotati diversi dalle azioni.

### **1.3. La locuzione “società con azioni quotate”**

Soltanto in un numero assai ristretto di casi, il legislatore ha fatto riferimento alle sole società “con azioni quotate”; si tratta, segnatamente:

---

<sup>10</sup> Il periodo è stato abrogato dall'art. 28, co. 1, lett. q) del TUSP.

<sup>11</sup> La norma, pur riferita alle società rilevanti ai fini delle disposizioni in materia di contabilità pubblica, nel disorganico (e non di rado incoerente) panorama che caratterizzava la materia prima dell'introduzione del TUSP, assumeva senz'altro il valore di relevantissimo indice interpretativo generale.



- dell'art. 1, DPR 251/2012, ove si premette che: *“Il presente regolamento detta i termini e le modalità di attuazione della disciplina concernente la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo nelle società, costituite in Italia, controllate ai sensi dell’articolo 2359, primo e secondo comma, del codice civile, dalle pubbliche amministrazioni indicate dall’articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, ad esclusione delle società con azioni quotate”.*
- dell'art. 16-bis d.l. 248/2007 (rubricato *“Responsabilità degli amministratori di società quotate partecipate da amministrazioni pubbliche”*), ai sensi del quale *“Per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, con partecipazione anche indiretta dello Stato o di altre amministrazioni o di enti pubblici, inferiore al 50 per cento, nonché per le loro controllate, la responsabilità degli amministratori e dei dipendenti è regolata dalle norme del diritto civile e le relative controversie sono devolute esclusivamente alla giurisdizione del giudice ordinario [...]”*;
- dell'art. 22, co. 6, d.lgs. 33/2013 (rubricato *“Obblighi di pubblicazione dei dati relative agli enti pubblici vigilati, e agli enti di diritto privato in controllo pubblico, nonché alle partecipazioni in società di diritto privato”*), ove si precisa che *“Le disposizioni di cui al presente articolo non trovano applicazione nei confronti delle società, partecipate da amministrazioni pubbliche, con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o altri paesi dell’Unione europea, e loro controllate”.*

L’impiego (invero sporadico) della locuzione *“società con azioni quotate”*, tuttavia, appare dettata dalle specifiche finalità sottese alle singole norme e, in particolare, dall’esigenza di escludere solo un ristretto numero di soggetti da discipline (parità di genere; responsabilità amministrativa; trasparenza) di portata generale.

#### **1.4. La scelta del TUSP**

L’opzione adottata dal legislatore del TUSP sembra collocarsi in una via di mezzo, distinguendo (al contrario della maggioranza delle norme sopra citate) tra società che abbiano emesso azioni quotate in mercati regolamentati (le *“società con azioni quotate”* di cui appena sopra) e le altre società che abbiano fatto ricorso a strumenti finanziari diversi da quelli azionari; ma riconoscendo, appunto, una terza categoria (le società che abbiano emesso, entro una certa data, titoli diversi da quelli azionari su mercati regolamentati), convenzionalmente equiparata alla prima (ai soli fini del regime di applicazione delle norme del TUSP).

Tale soluzione risponde alla preoccupazione del legislatore di evitare che le società a partecipazione pubblica, mediante l’espedito della quotazione di strumenti finanziari diversi dalle azioni, possano eludere il regime vincolistico previsto dal TUSP; preoccupazione attestata dal fatto che, in replica alla proposta della Conferenza unificata (la quale suggeriva di adottare, per società quotate ai sensi e per gli effetti del TUSP, la più ampia definizione di *“società a partecipazione pubblica emittenti strumenti*



finanziari in mercati regolamentati<sup>12</sup>), la Relazione illustrativa al TUSP, *sub art. 2*, ha evidenziato che detto suggerimento non è stato accolto *“in quanto la formulazione proposta avrebbe comportato la possibilità di un facile aggiramento della disciplina”* generale.

Di qui, la previsione di un regime teso a contenere l'esenzione dal TUSP connessa all'emissione di strumenti finanziari non azionari esclusivamente entro una determinata parentesi (perimetrata da un *dies ad quem* anteriore al TUSP - art. 2, co. 1, lett. *p*); o da un procedimento da avviarsi e perfezionarsi a cavallo del TUSP - art. 26, co. 5) collocata in modo tale da non penalizzare quelle società la cui decisione di emettere strumenti finanziari quotati, alla luce del momento in cui è intervenuta, non può obiettivamente essere sospettata di intenti elusivi (in quanto, appunto, relativa a un'operazione anteriore o, quantomeno, avviata anteriormente all'entrata in vigore del TUSP) e anche da non incidere sui processi di quotazione, avviati nella presupposizione dell'esistenza di un determinato quadro giuridico.

---

## 2. L'esaurimento dell'originaria emissione di strumento finanziario quotato diverso dalle azioni

Il TUSP, tuttavia, nulla dice su quale sia la sorte delle società considerate quotate per aver emesso uno strumento finanziario quotato diverso dalle azioni entro i termini previsti dall'art. 2, co. 1, lett. *p*) (anche letto in combinato disposto con l'art. 52, co. 1-*bis* del d.l. 50/2022), ovvero dall'art. 26, co. 5 del TUSP, una volta che lo strumento venga a scadenza.

Non è chiaro, infatti, se l'esaurimento dello strumento originario segni, per la società, l'irrimediabile attrazione nell'ambito di applicazione integrale del TUSP; ovvero se la società possa conservare la qualifica di *“società quotata”* ai sensi e per gli effetti del TUSP in caso di una nuova, successiva emissione.

La constatata assenza di un inequivoco indice testuale preclusivo sembrerebbe deporre in favore di quest'ultima soluzione: le norme richiamate si limitano a richiedere – ai fini dell'acquisto dello *status* di *“società quotata”* ai sensi e per gli effetti del TUSP - che l'emissione dello strumento quotato diverso dalle azioni sia avvenuta e/o si sia perfezionata entro una certa data, ma non negano (quantomeno,

---

<sup>12</sup> Si veda, al riguardo, il parere della Conferenza Unificata sullo schema del TUSP (Atto del Governo n. 297), reso ai sensi dell'art. 16, l. 124/2015, reperibile al seguente link: [http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0297\\_F002.pdf&leg=XVII#pagemode=none](http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0297_F002.pdf&leg=XVII#pagemode=none). La proposta della Conferenza unificata era stata nel senso di ricorrere alla definizione dell'art. 34, co. 38, del d.l. n. 179/2012 (per il quale, appunto, *“si intendono per società quotate le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati”*). Nell'ambito della Conferenza, l'Anci aveva suggerito di sostituire la data del 2015 con il 2018 mentre l'Upi aveva consigliato l'eliminazione di qualsivoglia spartiacque temporale.



non espressamente) che, alla scadenza, la società possa rimanere nel perimetro delle società quotate per effetto di una nuova emissione.

Anzi, a rigore, la lettera delle disposizioni in questione neppure esige che, scaduto lo strumento di prima emissione, debba necessariamente seguire una seconda emissione al fine della permanenza della società nel perimetro delle “quotate”<sup>13</sup>.

Quindi, pur dovendosi scartare tale ultima lettura, eccessivamente radicale<sup>14</sup>, sussiste senz’altro lo spazio ermeneutico per ritenere che l’emissione avvenuta nei termini fissati dal TUSP operi non solo come *conditio sine qua non* per l’esenzione dal TUSP in sede di prima applicazione, ma anche come antecedente in grado di attribuire alla società la facoltà di mantenere o riaccedere allo *status* di quotata, il quale quindi andrebbe riconosciuto anche in corrispondenza dell’arco di durata di ciascuna, successiva emissione, purché dotata di un certo carattere di continuità.

In tal modo, infatti, si eviterebbe: a) di creare una ingiustificata differenziazione di trattamento (in capo alla società e in relazione alla disciplina pubblicistica applicabile *ratione temporis*) in presenza di condizioni sostanzialmente immutate; b) di interferire sulle prospettive di ricorso al credito di un soggetto i cui interlocutori hanno fatto legittimo affidamento su una determinata capacità giuridica (la sottrazione al TUSP per le quotate è stata disposta sulla base di un duplice presupposto: l’esistenza di un efficace sistema di controlli esterni, rappresentato dalle istituzioni e dagli attori dei mercati regolamentati; l’esigenza di garantire una maggiore flessibilità gestionale a soggetti chiamati a rispondere anche ai mercati finanziari dei propri comportamenti e risultati).

In tale prospettiva, quindi, la tesi esposta presenta l’ulteriore pregio di mettere tali società al riparo dal concreto rischio di soffrire un contraccolpo finanziario, destinato verosimilmente a ripercuotersi sul versante degli investimenti, soprattutto nel caso (tutt’altro che remoto) in cui il livello di questi fosse stato in precedenza sostenuto proprio mediante lo strumento finanziario arrivato a scadenza e imponesse una costanza di finanziamenti di terzi.

---

### 3. L’estensione dell’emissione originaria

Indipendentemente da quanto sopra, non pare comunque possibile revocare in dubbio che le società rientranti nella definizione di “società quotate” in ragione dell’emissione degli strumenti finanziari ai sensi dell’art. 2, co. 1, lett. p) ovvero ai sensi dell’art. 26, co. 5) conservino tale *status* nel caso in cui

---

<sup>13</sup> Constatato che a essere testualmente richiesto è solo che la prima emissione sia già avvenuta al 31 dicembre 2015; ovvero che il procedimento di quotazione sia stato avviato entro il 30 giugno 2016 e si sia perfezionato entro i dodici mesi successivi all’entrata in vigore del TUSP.

<sup>14</sup> In quanto si verrebbe a riconoscere alle società che abbiano emesso strumenti quotati non azionari entro i termini indicati dall’art. 2, co 1, lett. q) o dall’art. 26, co. 5 una esenzione perpetua dal TUSP, addirittura a prescindere da quotazioni ulteriori; il che si pone in contraddizione con quel che pare essere stato invece il disegno perseguito dal legislatore del TUSP, equivalendo a dettare per tali società un regime di esclusione persino più ampio di quello stabilito per le società emittenti strumenti azionari, per le quali l’esenzione dal TUSP postula quantomeno una quotazione in corso.



procedano all'estensione della durata dell'emissione, ovvero alla proroga dello strumento finanziario, prima che questo venga a scadenza.

In questo caso, infatti, lo strumento finanziario la cui quotazione ha consentito l'inclusione tra le società di cui all'art. 2, co. 1, lett. p) del TUSP non viene meno, riscontrandosi semplicemente un ampliamento della vita dello stesso, senza che si registri alcuno iato rispetto alla emissione originaria.

La società, quindi, si troverebbe, sia sostanzialmente che formalmente, e senza soluzione di continuità, nella condizione che ha giustificato ab origine l'equiparazione alle società quotate e la sottrazione dal perimetro del TUSP.

Del resto, sul piano teleologico, appare ancor più pregnante l'esigenza di non compromettere (in modo invero irragionevole) la capacità della società di reperire finanziamenti sul mercato (così come, di riflesso, di continuare a sostenere, per tale via, il livello di investimenti assicurato proprio mediante la quotazione dello strumento diverso dalle azioni); e quindi di evitare alla società le ripercussioni negative che scaturirebbero dalla minor attrattività connessa alla sopravvenuta applicazione del regime del TUSP.

Non è difficile immaginare, infatti, che in diverse realtà (soprattutto nell'ambito dei servizi di interesse generale), l'approssimarsi della scadenza dell'emissione dello strumento finanziario, in origine deliberata per far fronte a un significativo piano di investimenti, possa coincidere con il rinnovo dell'affidamento, e sovrapporsi all'adozione di un nuovo piano e alla previsione di ulteriori investimenti con ampliamento del relativo ammortamento (investimenti che a loro volta possono essere stati subordinati proprio alla possibilità di estendere con esito positivo l'accesso al mercato per reperire risorse in grado di finanziarne il livello).

---

## 4. L'inoperatività dell'art. 18 TUSP nelle fattispecie considerate

Sotto il profilo procedimentale, l'estensione della durata dell'emissione originaria (o di altra successiva, cui sia riconducibile la qualifica di "società quotata", secondo la tesi esposta sopra al paragrafo 2.), quand'anche riguardante una società a controllo pubblico, non dovrebbe essere tenuta a osservare l'iter dettato dall'art. 18 del TUSP.

Trattandosi infatti, a tutti gli effetti, di società quotata ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. p), le disposizioni del TUSP dovrebbero trovare applicazione *"solo se espressamente previsto"* (art. 1, co. 5); espressa previsione che, appunto, non ricorre all'art. 18, operante nel diverso caso di quotazione riferita a società a controllo pubblico già soggette all'applicazione del TUSP (in quanto non rientranti nella definizione di "società quotate").



La stessa conclusione dovrebbe valere in caso di nuova quotazione perfezionatasi dopo la scadenza della precedente, purché il relativo procedimento sia stato avviato precedentemente; nonché nel caso di procedimento avviato dopo la scadenza, sempreché – come detto – la nuova emissione si innesti in un quadro di sostanziale continuità rispetto all'emissione precedente.

---

## 5. De iure condendo

In prospettiva, a distanza di anni dalle urgenze che hanno condotto all'adozione del TUSP, potrebbe anche immaginarsi una revisione della disciplina prevista, sulla base di una più approfondita valutazione delle effettive esigenze di finanziamento di tali soggetti.

In particolare, potrebbero immaginarsi soluzioni che, pur senza generalizzare la equiparazione tra società emittenti azioni e titoli finanziari diversi da quelli azionari, la realizzi al di là della mera logica "transitoria" del TUSP. Si potrebbe, ad esempio, subordinare tale equiparazione alla funzionalizzazione delle emissioni a un piano di investimenti legato alla gestione di talune attività di particolare rilievo (ad es., servizi di interesse economico generale prestati a livello locale)<sup>15</sup>; ovvero, si potrebbe prevedere, per le società quotate in ragione dell'emissione di strumenti finanziari diversi da quelli azionari, un regime di applicazione "selettiva" delle norme speciali del TUSP e non di sottrazione totale (ad es., esclusione dall'applicazione dell'art. 19, in materia di reclutamento del personale; ma non dell'art. 12, in materia di responsabilità).

---

## 6. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni che precedono, con riguardo all'inquadramento, ai fini del TUSP, delle società a partecipazione pubblica emittenti strumenti finanziari quotati diversi dalle azioni:

- a) si ritiene che le società che abbiano emesso detti strumenti nei termini indicati dall'art. 2, co. 1, lett. *p*) del TUSP (anche letto in combinato disposto con l'art. 52, co. 1-*bis* del d.l. 50/2022, conv. con mod. dalla l. 91/2022) o nei termini indicati dall'art. 26, co. 5 del TUSP, in caso di estensione della durata dell'emissione ovvero di proroga dello strumento finanziario prima della scadenza debbano senz'altro continuare a essere considerate «società quotate» ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. *p*) del TUSP sino alla scadenza risultante dall'estensione o dalla proroga, e fatte salve - ai medesimi effetti - estensioni e proroghe ulteriori;
- b) nel silenzio della legge, si ritiene che le società che abbiano emesso detti strumenti nei termini indicati dall'art. 2, co. 1, lett. *p*) del TUSP (anche letto in combinato disposto con l'art. 52, co.

---

<sup>15</sup> Si consentirebbe, così, di legare lo *status* di "società quotata" alla realizzazione di un PEF asseverato (ai sensi del d.lgs. 201/2022), che comprenda, quale strumento di reperimento di risorse finanziarie necessarie a coprire i relativi investimenti, l'emissione di titoli finanziari.



1-*bis* del d.l. 50/2022, conv. con mod. dalla l. 91/2022) o nei termini indicati dall'art. 26, co. 5 del TUSP, una volta scaduta tale emissione, possano mantenere lo *status* di società quotata di cui all'art. 2, co. 1, lett. *p*) per effetto (e per l'arco di durata) di ogni nuova, successiva emissione, purché nell'ambito di una sostanziale continuità;

- c) nelle predette fattispecie, si ritiene che il procedimento per l'estensione dell'emissione originaria ovvero per la nuova emissione non richieda l'osservanza di quanto prescritto ex art. 18 del TUSP;
- d) in assenza di estensione della durata dell'emissione ovvero di proroga dello strumento finanziario prima della scadenza (di cui alla lettera a) o di nuova emissione nell'ambito di una sostanziale continuità (di cui alla lettera b), la società perde lo *status* di "quotata" e rientra appieno nell'ambito di applicazione del TUSP;
- e) *de iure condendo*, appare auspicabile un intervento legislativo sia con intenti chiarificatori delle complessità create dal regime "transitorio" sia al fine di eliminare regimi eccezionali, valorizzando, nei limiti proposti, le identità sostanziali sottese alle fattispecie considerate.