Esenzione dagli Obblighi del TUSP per le Società emittenti Strumenti Finanziari Quotati diversi dalle Azioni

«Università di Verona – Seminario «Si fa presto a dire Società»

DOTT. ANDREA GUASTAMACCHIA

13 FEBBRAIO 2025

Ordine del giorno

- Il TUSP : Obiettivi – Obblighi - Principi
- Le tipologie di società del TUSP
- Obblighi del TUSP non Applicabili alle Società Quotate
- Mantenimento dello Status di Società Esentata
- Riflessioni del MEF e della Corte dei Conti sulle Definizioni di Quotazione e Mercati Regolamentati
- Conclusione

Il TUSP

Obiettivi del TUSP

- Disciplinare le società a partecipazione pubblica
- Assicurare una gestione trasparente ed efficiente
- Prevenire abusi
- Ottimizzare l'uso delle risorse pubbliche

Obblighi imposti dal TUSP

- Serie di obblighi stringenti
- Esenzioni per alcune società
- Società con strumenti finanziari quotati diversi dalle azioni esentate da numerosi vincoli

Efficienza e sostenibilità finanziaria

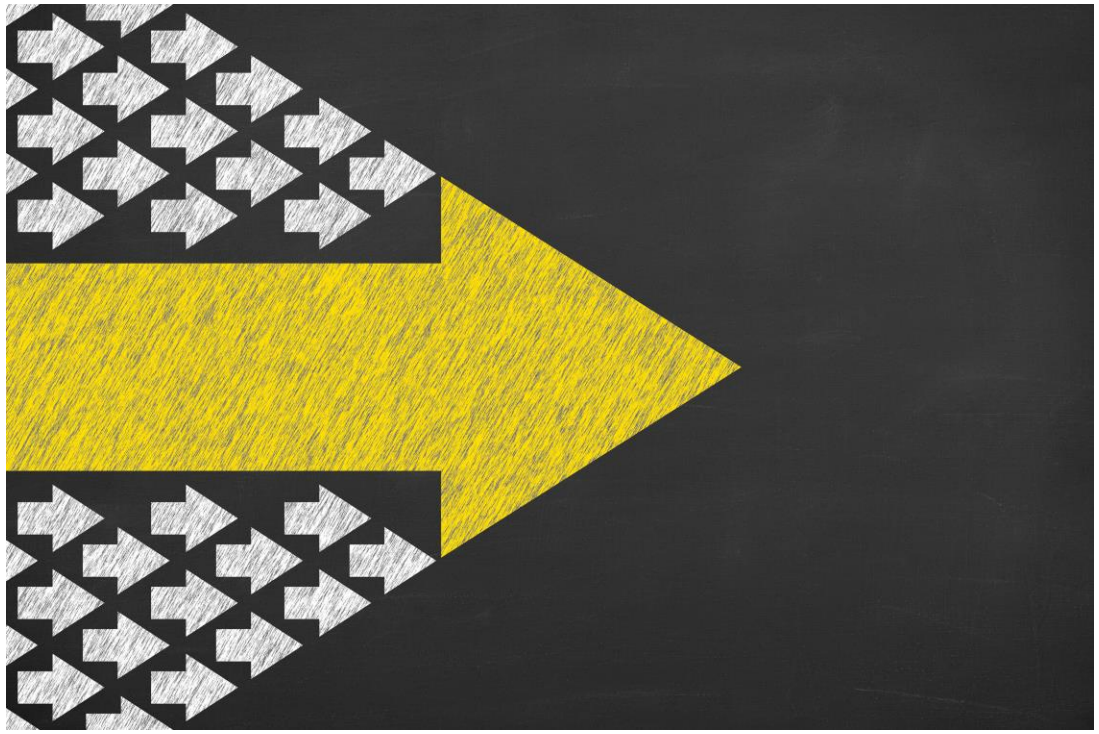
- Efficienza e sostenibilità finanziaria
  - Limitare la possibilità di accumulare perdite
  - Ridurre la necessità di continui sostegni pubblici

Trasparenza e responsabilità

Obblighi di rendicontazione	• Garantire la trasparenza nelle operazioni aziendali • Fornire informazioni dettagliate sulle attività finanziarie
Pubblicità degli atti societari	• Rendere pubblici i documenti aziendali rilevanti • Assicurare l'accesso alle informazioni per gli stakeholder

Razionalizzazione e riduzione del numero delle società pubbliche

- Eliminazione delle partecipazioni non necessarie
  - Riduzione del numero delle società pubbliche
  - Focalizzazione sulle partecipazioni strettamente necessarie



Controllo sulla spesa pubblica

- Evitare sprechi
  - Implementare misure per ridurre gli sprechi
  - Monitorare le spese per identificare aree di inefficienza
- Gestione economica efficace
  - Ottimizzare l'uso delle risorse disponibili
  - Assicurare una pianificazione finanziaria accurata

Società a controllo pubblico

- Società a controllo pubblico
  - Partecipazione di una o più amministrazioni pubbliche
  - Quota di partecipazione sufficiente
  - Influenza dominante sulla gestione

Società a partecipazione pubblica non di controllo

- Definizione
  - Società in cui la quota detenuta dall'ente pubblico non consente un'influenza dominante
- Obblighi
  - Soggette a parte degli obblighi del TUSP

Società in house

Società a Partecipazione Pubblica

- Le pubbliche amministrazioni detengono quote di partecipazione
- Partecipazione diretta o indiretta

Società in House

- Interamente partecipate da enti pubblici
- Operano per soddisfare esigenze dell'ente controllante
- Soggette a un controllo analogo a quello sulle strutture interne

Società miste pubblico-private

- Definizione di società miste
  - Capitale detenuto da soggetti pubblici e privati
  - Vincolo di influenza determinante del socio pubblico

Società strumentali

- Definizione
  - Società che svolgono attività strumentali agli enti pubblici
  - Assoggettate a specifici obblighi di trasparenza e gestione

Le società «quotate» per il TUSP

Art. 2 c.1 lett. p) D. Lgs 175/2016

-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. (1)

(1) per le società del comparto energetico, al 31 dicembre 2021

Esenzioni per le «quotate»

Esenzioni dagli obblighi di trasparenza

- Le società non sono tenute a pubblicare dati specifici
- Esclusione riguarda organi sociali, compensi e atti amministrativi

Esenzioni per le «quotate»

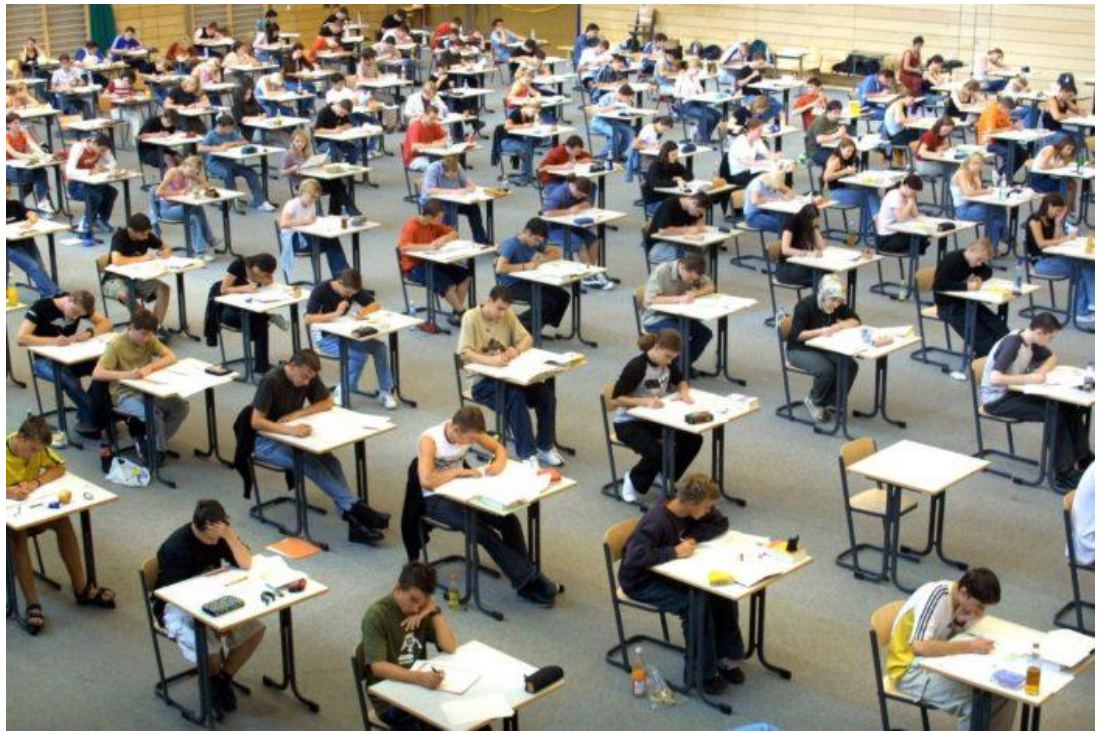
Disciplina sui compensi e sui limiti retributivi

- Limitazioni sui compensi
  - Riguardano amministratori e dirigenti delle società pubbliche
  - Non si applicano alle società esentate

Esenzioni per le «quotate»

Obblighi in materia di personale

- Esclusione delle norme sul reclutamento
  - Non si applicano le procedure selettive pubbliche



Esenzioni per le «quotate»

Razionalizzazione periodica delle partecipazioni pubbliche:

- Le società non sono soggette all'obbligo di revisione periodica delle partecipazioni con l'eliminazione delle partecipazioni non strettamente necessarie

(per tesi contraria vedi dopo)

Esenzioni per le «quotate»

Obbligo di controllo analogo per le società in house

- Esenzione per società con strumenti finanziari quotati
  - Non devono sottostare alla verifica del controllo pubblico analogo

(per tesi contraria vedi dopo)

Esenzioni per le P.A. socie delle «quotate» - Posizione Corte dei Conti

CORTE DEI CONTI

SEZIONI RIUNITE IN SEDE DI CONTROLLO

IL PROCESSO DI RAZIONALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIETARIE DETENUTE DAI MINISTERI E DAGLI ALTRI ENTI PUBBLICI SOGGETTI AL CONTROLLO DELLE SEZIONI RIUNITE DELLA CORTE DEI CONTI

(decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175)

Roma, novembre 2020

L'art. 1, comma 5, del d.lgs. n. 175 del 2016, nell'affermare che le disposizioni del decreto si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate, sembra riferirsi alle norme che hanno come dirette destinatarie le medesime società (come, per esempio, quelle dettate dagli artt. 11 e 19, in materia di amministratori e dipendenti), non invece a quelle che hanno come destinatarie le amministrazioni socie, quali quelle che impongono l'approvazione dei piani di revisione. Opinando diversamente, il legislatore avrebbe legittimato, in ragione della quotazione in mercati regolamentati, la detenzione di società non inerenti alla missione istituzionale delle amministrazioni socie (art. 4) o acquisite/costituite senza previo provvedimento di autorizzazione dell'organo competente debitamente motivato (artt. 5 e 7), etc.[80]. Anche l'art. 18 del d.lgs. n. 175 del 2016, nel consentire alle società controllate da una o più amministrazioni di quotare azioni (o altri strumenti finanziari) in mercati regolamentati, richiede la previa adozione, da parte del competente organo dell'ente socio (art. 7 TUSP), di una deliberazione conforme ai requisiti richiesti dall'art. 5, comma 1 (provvedimento analiticamente motivato).

Il legislatore, pertanto, non legittima, *tout court*, la partecipazione di un ente pubblico in una società quotata, ma ne subordina la possibilità al rispetto di un predeterminato procedimento (che, per inciso, costituisce uno dei parametri in base ai quali valutare l'adozione di azioni di razionalizzazione)[81].

Esenzioni per le P.A. socie delle «quotate» - Posizione Antitrust

Sole 24 Ore del 10 Febbraio 2024 – Dott. S. Pozzoli

Atto di segnalazione AGCM Vs Veritas

Quotate pubbliche senza deroghe sugli acquisti

Concorrenza

Per l'Antitrust obbligatorio sempre l'ok del consiglio a nuove partecipazioni

Stefano Pozzoli

Per l'Antitrust tutte le società a controllo pubblico, anche quelle quotate, devono sottoporre l'acquisto di partecipazioni ai Consigli comunali degli enti soci ex articolo 5 Tusp.

Con l'atto di segnalazione AS2049 (Veritas SpA – Internalizzazione del servizio di relining), l'Autorità apre un nuovo fronte, questa volta colpendo le società emittenti azioni e bond sui mercati regolamentati.

Per l'Antitrust «non v'è dubbio che, contrariamente a quanto sostenuto dalla società (...), il Tusp trovi applicazione alle Pa socie» e che la deroga non si estenda ai loro doveri «quale che sia la natura della società costituita o partecipata». Così, sostiene, sembra interpretare la disposizione anche la Corte dei conti (sezioni Riunite in sede di controllo, n. 19/2020) ed è desumibile «da una lettura sistematica del Tusp. Infatti, l'articolo 14, comma 5, che vieta alle Pa aiuti straordinari alle partecipate che abbiano registrato perdite di esercizio o utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali, «prevede un'espressa deroga nel caso in cui la partecipazione abbia a oggetto società quotate. Va da sé che la deroga non sarebbe stata necessaria se l'articolo 1, comma 5, del Tusp avesse contenuto una clausola di esclusione generalizzata». Soprattutto, perdendo il vaglio del Consiglio comunale «si finirebbe con il ritenere ammissibile ogni operazione di costituzione o acquisto di partecipazione di Pa in società quotate, indipendentemente dalla sussistenza del vincolo di stretta necessarietà, nonché della convenienza economica e sostenibilità finanziaria dell'operazione, creando una sorta di "zona franca" che sfuggirebbe a qualsiasi onere motivazionale" e non permette ad Agcm di scrutinare le scelte». La parola passa alla giustizia amministrativa, visto che l'Autorità ha deciso di ricorrere al Tar.

L'Autorità: «No a zone franche dai controlli» Ma così si rischia uno squilibrio rispetto agli operatori privati

Il tema è delicatissimo, perché, al di là della questione in punta di diritto, il rischio è che ciò che nasce come garanzia pro-concorrenziale possa in concreto limitare la libera concorrenza, non mettendo le quotate a controllo pubblico in condizione di operare a parità di condizioni con i competitor, creando uno squilibrio sui mercati azionari e creando un ostacolo al processo di industrializzazione dei servizi pubblici locali. La posizione di Agcm è dunque l'occasione per riflettere sull'adeguatezza del Tusp riguardo sia alle società quotate con titoli azionari, sia alle emittenti bond (perché solo fino al 2015 sì e poi no?). Insomma, l'appello è a cogliere, in positivo, questa occasione, per aprire una riflessione sul ruolo delle quotate pubbliche e di riformare le disposizioni del Tusp se lo si ritiene sia opportuno.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Esenzioni per le P.A. socie delle «quotate» - Posizione Antitrust – AS 2049 6/11/2024

La stessa interpretazione è desumibile anche da una lettura sistematica del TUSPP. Infatti, l'articolo 14, comma 5, rivolto alle Pubbliche Amministrazioni e finalizzato a vietare aumenti di capitale, trasferimenti straordinari, aperture di credito e rilasci di garanzie a favore di società partecipate che abbiano registrato perdite di esercizio o utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali, prevede un'espressa deroga nel caso in cui la partecipazione abbia a oggetto società quotate. Va da sé che detta deroga non sarebbe stata necessaria se l'articolo 1, comma 5, del TUSPP avesse contenuto una clausola di esclusione generalizzata. Parimenti, l'articolo 18 del TUSPP, nel prevedere che la quotazione di azioni (o altri strumenti finanziari) in mercati regolamentati da parte di una società a controllo pubblico sia preceduta dall'adozione da parte dell'Amministrazione socia di una deliberazione analiticamente motivata (e che preveda altresì uno specifico programma avente a oggetto il mantenimento o la progressiva dismissione del controllo pubblico sulla società quotata), conferma che il legislatore non legittima *tout court* la partecipazione di un'Amministrazione Pubblica in una società quotata, ma ne subordina comunque la possibilità al rispetto di un predeterminato procedimento.

Diversamente, ragionando *a contrario*, si finirebbe con il ritenere ammissibile ogni operazione di costituzione o acquisto di partecipazione in società quotate da parte di Amministrazioni Pubbliche, indipendentemente dalla sussistenza del vincolo di stretta necessarietà, nonché della convenienza economica e sostenibilità finanziaria dell'operazione, creando una sorta di "zona franca" che sfuggirebbe a qualsiasi onere motivazionale, nonché a qualsiasi controllo da parte sia dell'Autorità, sia della Corte dei conti, in spregio alle stesse finalità del TUSPP, vale a dire, "*all'efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, alla tutela e promozione della concorrenza e del mercato, nonché alla razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica*" (articolo 1, comma 2, del TUSPP).

Pertanto, l'Autorità ritiene che anche la costituzione di o l'acquisto di partecipazioni in società quotate, o in società da queste controllate, deve rispondere all'obbligo di adozione di una specifica delibera da parte delle amministrazioni, ai sensi degli articoli 7 e 8 del TUSPP, che sia analiticamente motivata secondo quanto disposto dall'articolo 5 del TUSPP, nonché al conseguente obbligo di trasmissione dell'atto deliberativo all'Autorità - ai sensi dell'articolo 5, comma 3 - affinché questa possa procedere all'eventuale esercizio dei poteri di *advocacy* di cui all'articolo 21-*bis* della legge n. 287/1990[2].

Analisi della Corte dei Conti

Definizione di Società Quotata nel TUSP:

- Secondo l'articolo 2, comma 1, lettera p) del TUSP, sono considerate "società quotate":
  - Le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati.
  - Le società che, al 31 dicembre 2015, avevano emesso strumenti finanziari diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati.

Esclusione dall'Ambito di Applicazione del TUSP:

- L'articolo 1, comma 5 del TUSP stabilisce che le disposizioni del decreto si applicano alle società quotate solo se espressamente previsto. Questo implica che tali società sono generalmente escluse dall'applicazione del TUSP, salvo indicazioni contrarie.

Disciplina Transitoria:

- L'articolo 26, comma 5 del TUSP prevede una disciplina transitoria, estendendo la definizione di società quotata anche a quelle che hanno emesso strumenti finanziari diversi dalle azioni successivamente al 31 dicembre 2015, purché:
  - Entro il 30 giugno 2016 abbiano adottato atti volti all'emissione di tali strumenti.
  - Abbiano proceduto al loro collocamento entro il 23 settembre 2017.

Analisi della Corte dei Conti

Durata dello Status di Società Quotata:

- La Corte dei Conti ha osservato che lo status di società quotata è legato alla durata degli strumenti finanziari emessi. Una volta scaduti gli strumenti finanziari emessi entro le date previste, la società non può più essere considerata quotata.

Finalità delle Disposizioni Temporali:

- Le disposizioni temporali mirano a prevenire comportamenti elusivi delle norme del TUSP, subordinando l'acquisizione dello status di società quotata al rispetto di vincoli temporali precisi.

Applicabilità delle Norme del TUSP:

- La previsione dell'articolo 1, comma 5 del TUSP, che limita l'applicazione del decreto alle società quotate solo se espressamente previsto, si riferisce alle norme destinate alle società stesse. Tuttavia, le disposizioni del TUSP che impongono obblighi o limiti alle amministrazioni pubbliche si applicano indipendentemente dalla quotazione o meno della società partecipata.

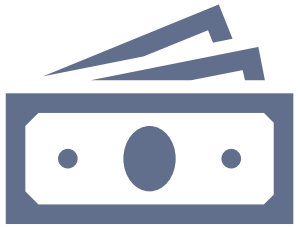
Quali sono gli strumenti finanziari diversi dalle azioni

Nella pratica operativa si tratta di

Titoli di debito;

Obbligazioni;

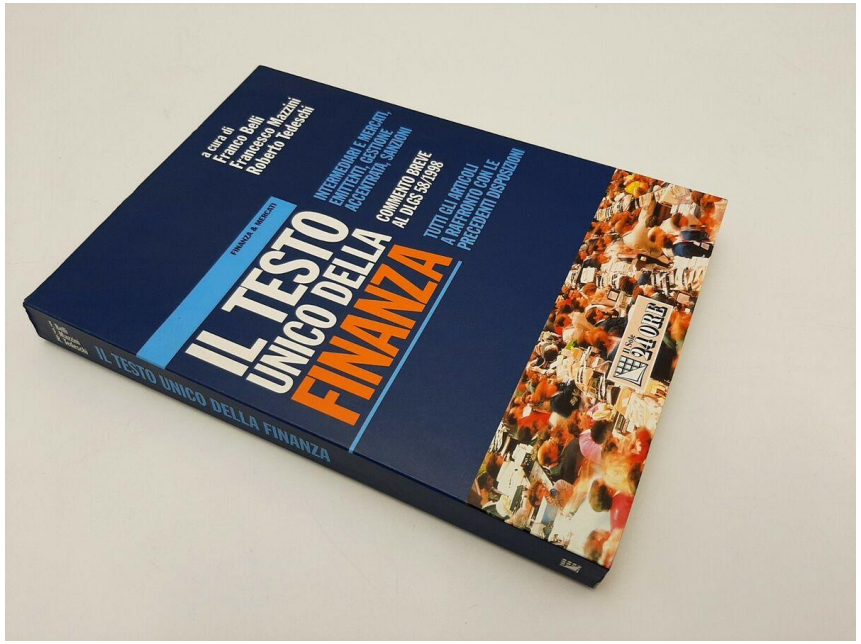
ABS (Asset Based Securities)



emessi al fine di reperire finanza sui mercati regolamentati

Quali sono i mercati regolamentati

Secondo la Corte dei Conti, sezione delle autonomie, nelle sue relazioni annuali e secondo l'orientamento del MEF del 2018, per la definizione di «mercati regolamentati» opera il rinvio al TUF (Testo unico Finanza)



Definizione di Mercato Regolamentato (Art. 1, comma 1, lettera w-ter, TUF)

- Un sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente

📌 Caratteristiche principali dei mercati regolamentati:

✓ Soggetti a regolamentazione e vigilanza (autorizzati dalla CONSOB e da autorità di vigilanza nazionali).
✓ Trasparenza e protezione degli investitori (regole chiare sulla negoziazione e sulla gestione dei dati di mercato).
✓ Accesso regolamentato (gli operatori devono soddisfare requisiti specifici per partecipare).
✓ Regole di ammissione degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati).

✅ Esempi di mercati regolamentati in Italia e in Europa:

- MTA (Mercato Telematico Azionario) – Borsa Italiana
- MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato)
- Euronext
- Xetra (Deutsche Börse)
- London Stock Exchange (LSE

Definizione di Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) (Art. 1, comma 5-octies, lettera a, TUF)

- Un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti.

📌 Caratteristiche principali degli MTF:

✓ Gestiti da operatori privati (banche, broker o gestori di mercati come Borsa Italiana).
✓ Regolamentazione meno stringente rispetto ai mercati regolamentati.
✓ Consentono la negoziazione di strumenti finanziari non ammessi sui mercati regolamentati.

✅ Esempi di MTF in Italia e in Europa:

✓ ExtraMOT PRO (Borsa Italiana)
✓ AIM Italia (Borsa Italiana, ora Euronext Growth Milan)
✓ Euronext Growth
✓ OTC Markets (USA, per titoli non quotati su borse ufficiali)

Definizione di Sistema Organizzato di Negoziazione (OTF) (Art. 1, comma 5-octies, lettera b, TUF)

- un un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti

📌 Caratteristiche principali degli OTF:

✓ Gestiti da intermediari finanziari, ma con maggiore flessibilità rispetto agli MTF.
✓ Utilizzati soprattutto per la negoziazione di obbligazioni e strumenti derivati.
✓ Consentono una maggiore personalizzazione delle transazioni tra le controparti.

✅ Esempi di OTF in Europa:

✓ BondVision (gestito da MTS per la negoziazione di obbligazioni)
✓ Bloomberg OTF
✓ Tradeweb OTF

Differenze tra Mercati Regolamentati, MTF e OTF

Caratteristica	Mercato Regolamentato	MTF (Sistema Multilaterale di Negoziazione)	OTF (Sistema Organizzato di Negoziazione)
Autorizzazione	CONSOB e autorità UE	Operatori privati (banche, broker)	Intermediari finanziari
Normativa applicabile	MiFID II, TUF	Regole più flessibili	Elevata personalizzazione
Tipologie di strumenti	Azioni, obbligazioni, derivati standardizzati	Titoli di debito, derivati, strumenti non quotati sui mercati regolamentati	Derivati OTC, obbligazioni negoziate privatamente
Trasparenza e regolamentazione	Alta	Media	Bassa
Effetto su status di società quotata (TUSP)	✅ Sì	❌ No	❌ No

Conclusioni

Il **TUF** classifica i mercati finanziari in:

1. **Mercati Regolamentati** (più controllati, danno lo status di "società quotata").

1. **Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF)** (meno regolamentati, non danno lo status di "quotata").

1. **Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF)** (per derivati e obbligazioni, senza effetti sullo status di "quotata").