



Spett.
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Roma
Freshfields Bruckhaus Deringer LLP
Piazza del Popolo, 18
00187 Roma
T +39 06 695 331 (Centralino)
F +39 06 695 33800
E raffaele.lener@freshfields.com
www.freshfields.com

Milano
Via dei Giardini, 7
20121 Milano
T +39 02 625 301 (Centralino)

Doc ID
ITA1301076/3

Oggetto
PER-002568 RL

Roma, 22 gennaio 2018

Oggetto: Osservazioni ex art. 5, comma 5°, Regolamento Consob assunto con delibera n. 19654 del 5.7.2016. Consultazione aperta con il documento del 24.11.2017 recante «Proposte di modifica al regolamento emittenti - Disposizioni attuative della definizione di emittenti azioni quotate “PMI” e modifiche della disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante».

Egregi Signori,

un emittente quotato ha portato alla nostra attenzione un passaggio del documento di consultazione in oggetto (“**Documento**”), nel quale si propone di modificare l’art. 2-*bis*, comma 2°, del vigente Regolamento Emittenti (“**Reg. Emittenti**”). Sul punto ci permettiamo di formulare le osservazioni che seguono.

1. La disciplina vigente in materia di individuazione delle «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante».

Avv. Corrado Angelelli Avv. Fabrizio Arossa, LL.M. Avv. Nicola Asti Avv. Enrico Bazzano Avv. Luca Capone Avv. Enrico Castellani Avv. Emiliano Conio, LL.M.⁽¹⁾ Avv. Giuseppe Curtò Dott. Roberto Egori⁽²⁾ Prof. Avv. Raffaele Lener Avv. Marzio Longo Dott. Renato Paternolillo⁽²⁾ Avv. Tommaso Salonicò Avv. Luca Ulissi Avv. Luigi Verga, LL.M. Avv. Gian Luca Zampa, LL.M.⁽³⁾

⁽¹⁾Solicitor, England and Wales ⁽²⁾Dottore Commercialista-Revisore Contabile ⁽³⁾New York Bar

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP è una *limited liability partnership* di diritto inglese (numero di registrazione OC334789) autorizzata e regolamentata dalla Solicitors Regulation Authority, che opera in Italia tramite una sede secondaria iscritta al Registro delle Imprese di Milano con il n. 97494540152. Per ulteriori informazioni in merito, si prega di visitare il sito www.freshfields.com/support/legalnotice.

L’elenco e le abilitazioni dei soci (e dei non soci qualificati come *principal consultants*) di Freshfields Bruckhaus Deringer LLP sono disponibili in visione presso la sede legale di Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, 65 Fleet Street, London EC4Y 1HS, Regno Unito. Il termine *partner* indica un professionista che ha lo status di socio di Freshfields Bruckhaus Deringer LLP o di studi legali ad esso associati.



Come noto, nel definire il *genere* «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio», l'art. 2325-*bis* c.c. individua due *specie*¹: (i) le società con azioni quotate in mercati regolamentati e (ii) le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Mentre l'individuazione delle prime non pone particolari difficoltà², l'identificazione del perimetro delle seconde è rimessa dalla legge alla Consob.

Prima della riforma del diritto societario, che ha introdotto l'art. 2325-*bis* c.c., la categoria degli «emittenti strumenti finanziari diffusi» veniva in rilievo nell'art. 116 t.u.f., che dall'emanazione del testo unico ne rimette l'individuazione all'Autorità di vigilanza³. Nella prima versione del Reg. Emittenti (adottato con delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971) ai sensi dell'art. 2, lett. e), rientravano nella definizione: «gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a dieci miliardi di lire e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento».

Per quanto in questa sede di rilievo, è solo a seguito della riforma del diritto societario che l'art. 116 t.u.f. ha assunto rilevanza decisiva per l'individuazione degli emittenti *azioni* diffuse (e, quindi, per la conseguente applicazione del più rigoroso statuto normativo delle s.p.a. «aperte» non quotate). Ciò si deve all'introduzione dell'art. 111 *bis* disp. att. c.c., ove è previsto che «la misura rilevante di cui all'articolo 2325-*bis* del codice è quella stabilita a norma dell'articolo 116 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58».

All'indomani dell'introduzione degli artt. 2325 *bis* c.c. e 111 *bis* disp. att. c.c., codesta Commissione ha adottato una modifica del Reg. Emittenti, mutando l'impianto (delibera n. 14372 del 23.12.2003) della disposizione che detta i criteri per l'individuazione delle società con azioni diffuse. Il contenuto dell'abrogato art. 2, lett. e) Reg. Emittenti è stato trasfuso in una disposizione autonoma, l'art. 2 *bis* Reg. Emittenti. In conseguenza della novella del 2003 e di altre successive modificazioni⁴, la disposizione regolamentare ha oggi il tenore che segue:

«1. Sono emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;

¹ Così PRESTI, *La riforma e le società quotate*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2004, 1, 43.

² Se non quella di individuare la nozione presupposta di mercato regolamentato, v. MINERVINI, *sub art. 2325 bis*, in *Comm. Sandulli, Santoro*, II, 1, Torino, 2003, 17.

³ Il legislatore del t.u.f. del 1998 aveva attribuito alla Consob il potere di dettare i criteri di individuazione degli emittenti *strumenti finanziari* diffusi (non solo le azioni e le obbligazioni, quindi) al fine di individuare l'ambito di applicazione dell'art. 116 t.u.f., con conseguente estensione a tali emittenti del regime pubblicitario, informativo e di revisione contabile previsto dalla legge speciale (artt. 114, 115 comma 1°, e 156, comma 2° t.u.f.).

⁴ Nel tempo la disposizione ha subito modifiche che, pur non toccandone l'impianto, hanno inciso sul numero-soglia degli azionisti (elevato da 200 a 500 con delibera n. 16840 del 19.3.2009) e hanno adeguato la disposizione al contesto normativo *medio tempore* mutato (v. da ultimo delibera n. 18214 del 9.5.2012).



b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis, primo comma, del codice civile.

2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto ai soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lettera b);
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;
- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio [...]».

In conseguenza, per l'individuazione dell'emittente azioni diffuse, sul piano quantitativo, rilevano i seguenti concorrenti elementi: (i) i soci da considerare ai fini del conseguimento della soglia per la *misura rilevante* sono solo quelli *diversi* dai soci di controllo; (ii) essi devono essere in numero superiore a cinquecento; (iii) e detenere almeno il 5% del capitale (art. 2 *bis*, comma 1°, lett. a). Ancora su di un piano quantitativo, rileva la dimensione dell'impresa, potendo questa acquistare la qualità di emittente azioni diffuse solo se *non* abbia titolo per redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2 *bis*, comma 1°, lett. b).

Siffatti criteri di ordine quantitativo devono a loro volta concorrere con almeno una delle condizioni di ordine qualitativo di cui all'art. 2 *bis*, comma 2°, ove è previsto che per acquistare lo *status* di emittente diffuso le azioni devono alternativamente (i) essere state oggetto o corrispettivo di offerta al pubblico; oppure (ii) essere state oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato; oppure (iii) essere negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo o essere state ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati e successivamente revocate; (iv) essere emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Ne discende un quadro per cui, insieme alla situazione di obiettiva frammentazione della compagine sociale (almeno cinquecento soci), devono concorrere una «reale significativa diffusione delle azioni tra il pubblico»⁵ (azionisti di minoranza che rappresentino almeno il 5% del capitale) e una dimensione imprenditoriale tanto rilevante da escludere la facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata. Non solo, ma la compresenza di tutti questi requisiti non è sufficiente ove difetti *la volontà dell'emittente*, in quanto il quadro appena illustrato deve necessariamente essere conseguenza di un'operazione di offerta, o di collocamento, o di negoziazione su di un mercato (o di offerta al pubblico, se i titoli sono bancari). Sicché la diffusione diviene rilevante solo se, fermo il superamento di tutti i limiti quantitativi, il

⁵ BLANDINI, *Emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*, in *Società*, 2004, 2, 229.



superamento è ottenuto attraverso una delle operazioni che rileva sul piano qualitativo, e ciò in ragione del fatto che, come afferma la stessa Consob nel Documento in esame, l'assunzione dello *status* di emittente con azioni diffuse non può ricondursi «alla mera casualità» bensì deve essere ricollegata «ad una scelta della società, o di chi la controlla, di rivolgersi al mercato dei capitali» (pp. 16 – 17 Documento).

2. La proposta di modifica al Reg. Emittenti.

Nel Documento in consultazione la Commissione, dopo aver manifestato l'intenzione di non modificare il descritto impianto di presupposti quantitativi e qualitativi (Documento, p. 16), riferisce che nella prassi sarebbero stati riscontrati profili di incertezza in merito alla qualificazione di emittenti titoli diffusi con riferimento alle «società per le quali i titoli emessi sono stati (anche solo in parte) oggetto di un'operazione di collocamento con un basso grado di adesione» (*ivi*, pp. 18-19).

Per tale ipotesi il Documento afferma che la qualifica di emittente diffuso, in presenza di un numero rilevante di azionisti, come indicato dall'art. 2-*bis*, comma 1, lett. *a*), dovrebbe discendere dall'effettuazione di un'operazione di collocamento «a prescindere dal relativo esito». Ciò in quanto, per l'assunzione dello *status* di emittente azioni diffuse, sarebbe rilevante «la manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un'attività di sollecitazione comunque realizzata» (*ivi*, p. 19).

Viene quindi formulata la seguente proposta di modifica dell'art. 2 *bis*, comma 2°, Reg. Emittenti:

« [...] 2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito, anche rivolto ai soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lettera b) [...]».

3. Osservazioni alla proposta modifica dell'art. 2 *bis*, comma 2°, Reg. Emittenti.

3.1 *Alla luce della disciplina di rango primario, escludere l'acquisto involontario dello status di società con azioni diffuse non è obiettivo che possa conseguirsi rimettendo alla sola volontà dell'emittente (o del socio di controllo) la scelta del regime normativo applicabile.*

La modifica proposta, pur muovendo da un presupposto certamente condivisibile (evitare ipotesi di acquisto “involontario” dello *status* di emittente azioni diffuse), ha l'effetto di modificare l'impianto della disposizione nel senso di rimettere, almeno in talune ipotesi, alla sola volontà dell'emittente (o di un socio di controllo) la scelta del regime normativo applicabile alla società.



Nel Documento si legge che anche un collocamento con basso grado di adesione manifesterebbe la volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato. Tuttavia la *ratio* della disciplina di rango primario sembrerebbe imporre che sia mantenuto il collegamento funzionale – introdotto dalla stessa Consob con la prima novella del Reg. Emittenti risalente al 2003 – tra il superamento dei limiti quantitativi e il ricorso al mercato del capitale di rischio attraverso un collocamento.

Non può del resto negarsi che il mutamento di *status* da società chiusa a società con azioni diffuse dipenda dal superamento dei limiti quanti-qualitativi e che in definitiva costituisca una conseguenza obiettiva del verificarsi delle condizioni per il loro superamento⁶.

Il che non significa che tale mutamento non posseda un carattere *anche* volontario, ma certo implica che la volontà, da sola, non sia sufficiente, dovendo tale volontà concorrere con la diffusione dei titoli, conseguita per il tramite di un'offerta, di un collocamento etc. La modifica proposta appare allora inopportuna perché nell'ipotesi di collocamento con basso, o anche nullo, grado di adesione, fa venire meno quel collegamento funzionale tra limiti quantitativi e condizioni qualitative di cui si è detto, rimettendo alla mera volontà dell'emittente, o di un socio di controllo, l'applicazione di una diversa disciplina (con le rilevantissime conseguenze che ciò importa in tema di acquisto di azioni proprie ex artt. 2357 e 2359 *bis* c.c., disciplina delle proprie azioni ex art. 2357 *ter* c.c., formalità per la convocazione dell'assemblea ex art. 2366 c.c., *quorum* assembleari ex artt. 2368 e 2369 c.c., rappresentanza in assemblea ex art. 2372 c.c., impugnazione delle delibere assembleari ex art. 2377 e 2379 *ter* c.c., operazioni con parti correlate ex art. 2391 *bis* c.c., arbitrato societario etc.).

Pur volendo valorizzare l'elemento volitivo, come suggerito dalla Consob, la lettera della disciplina di rango primario (2325 *bis* c.c., 111 *bis* disp. att. c.c.) impone di non dimenticare che un emittente è "diffuso" se le azioni sono diffuse in modo rilevante tra il pubblico, espressione questa che non può che significare che non può prescindere, per aversi società *aperta*, da una qualche effettiva forma di apprezzamento da parte del mercato (perché, altrimenti, non avrebbero senso i requisiti quantitativi e, soprattutto, si svuoterebbe la portata della necessaria compresenza di una minoranza *diffusa* titolare di almeno il 5% del capitale, che rileva non *ex se*, ma in quanto le azioni in concreto siano frammentate tra un numero significativo di azionisti "non imprenditori" e lo siano in ragione di un'offerta, di un collocamento etc.).

Alla luce delle considerazioni che precedono si devono condividere le perplessità manifestate da alcuni interpreti⁷ nei riguardi della tesi già avanzata nel 2003 e ora riproposta nel Documento, secondo cui l'applicazione di norme imperative (di rango primario) più stringenti di quelle dettate per le società chiuse possa dipendere solo, o anche solo, da una scelta volontaria di aprirsi al mercato del capitale di rischio. Siffatta tesi infatti non sembra condivisibile nel caso in cui, poi, una tale apertura non si verifichi effettivamente e quale conseguenza di una delle operazioni di cui al comma 2° della norma in commento.

⁶ MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia statutaria. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, I, 867. ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, *ivi*, 2010, I, 324, nt. 131.

⁷ MOSCO, *Le società con azioni diffuse*, cit., 869 – 870; SCIUTO, *sub art. 2325 bis c.c.*, in *Commento s.p.a.*, Abbadessa-Portale, Milano, t. I, 2016, 146



Se la *ratio* dell'art. 2325 *bis* c.c. va colta nella esigenza di approntare un maggiore grado di tutela per gli *azionisti diffusi* (costituenti “pubblico” ai sensi della medesima disposizione), deve esservi un numero significativo di azionisti di tal genere. Infatti, un'applicazione su base oggettiva delle richiamate norme imperative può conseguire quell'obiettivo⁸, ed essere fedele a quella *ratio*, solo se vi sia *effettivo* ricorso al mercato del capitale di rischio. Se, invece, l'applicazione di un diverso e alternativo plesso normativo dipende dalla volontà dell'emittente o di chi lo controlla, solo su base soggettiva, allora vi è il rischio che la scelta sia rimessa al puro arbitrio del soggetto destinatario di quelle stesse norme⁹ (o di chi lo controlla).

3.2 La disciplina primaria e quella secondaria in vigore postulano che il ricorso al mercato sia effettivo, sicché la potestà regolamentare va esercitata dettando criteri che identifichino in concreto la “misura rilevante” della diffusione.

Pur non volendo escludere che la volontà dell'emittente rilevi nell'acquisto dello *status* di società aperta non quotata, non può essere elusa una questione di sistema, dovendosi stabilire quale volontà, tra quella dell'emittente (o socio di controllo) e quella del mercato (*i.e.* il pubblico), sia decisiva per fare di una s.p.a. una società del *genere* che fa ricorso al mercato del capitale di rischio e della *specie* con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

Se la questione fosse risolta nel senso che solo la volontà dell'emittente (o del socio di controllo) è decisiva per fare della società un'emittente azioni diffuse fra il pubblico, come oggi si propone, sarebbe evidente il rischio di disegnare una disciplina regolamentare contrastante con quella di rango primario, che alla volontà dell'emittente non assegna rilievo (almeno non espressamente, di certo non a essa soltanto). Se la risposta da offrire al quesito fosse - come sembra suggerire la stessa attuale disciplina di rango secondario - che vanno valutate (*i*) tanto l'effettiva diffusione delle azioni sul mercato (profilo quantitativo), (*ii*) quanto l'iniziativa dell'emittente (profilo qualitativo), allora si dovrebbe concludere che un collocamento con basso o nullo grado di adesione non possa, da solo, determinare la modificazione dello *status* di una società da chiusa ad aperta, pur se prima del fallito collocamento la stessa avesse già superato i limiti quantitativi, proprio perché potrebbe continuare a mancare quel profilo di diffusione effettiva delle azioni fra il “pubblico” che il codice civile pone come requisito della fattispecie.

La novella proposta, volendo neutralizzare il risultato del collocamento («a prescindere dal relativo esito»), almeno in alcune ipotesi, potrebbe conseguire l'effetto opposto a quello desiderato dall'Autorità, generando nuove incertezze in relazione all'acquisto della qualità di emittente *diffuso*.

⁸ Così MOSCO, *ivi*.

⁹ SCIUTO, *ivi*, secondo cui la tesi della volontarietà sarebbe addirittura “sconcertante”: «come a dire, insomma, che la sottoposizione a norme imperative poste a tutela (di soci la natura del cui investimento li approssima ai terzi, e più in generale del mercato, non potrebbe che scaturire da *un atto di volontà del destinatario di quelle stesse norme*».



3.3 La modificazione proposta introduce un'incoerenza lessicale nell'art. 2, comma 2°, Reg. Emittenti, che rischia di svuotare la previsione e di invertire il rapporto causa-effetto tra "collocamento" e "diffusione".

La modifica proposta merita anche due considerazioni sul piano formale o, se si preferisce, di coerenza lessicale. La suggerita formulazione dell'art. 2 bis, comma 2°, Reg. Emittenti prevede che «i limiti di cui al comma precedente si considerano superati *soltanto se* le azioni alternativamente: [...] - *abbiano costituito* oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e *a prescindere dal relativo esito*, anche rivolto ai soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lettera b)».

In primo luogo, si osserva che la locuzione «soltanto se» sta evidentemente a significare, nel testo vigente, che il collocamento è un presupposto necessario per l'acquisto della qualità di emittente azioni diffuse. Se il collocamento manca, la società, pur in presenza dei requisiti di ordine numerico, non acquista la qualità di emittente azioni diffuse. Con l'introduzione della locuzione «a prescindere dal relativo esito» si annulla, sotto il profilo semantico, la portata del «soltanto se» che pone la pre-condizione e si finisce con lo svuotarlo del tutto di significato. Il testo vigente impone, infatti, un *effettivo* (e, come si dirà, *previo*) collocamento, il quale con la novella non sarebbe più necessario, rendendosi sufficiente a mutare il regime giuridico applicabile all'emittente persino un collocamento andato deserto, cioè un *non-collocamento* (che, in disparte da ipotesi fraudolente¹⁰, sul piano dell'effettività, come accennato, evidenzerebbe non già l'urgenza dell'acquisto dello *status* di società aperta, ma suggerirebbe il mantenimento dello *status* di società chiusa, in ragione della scarsa attenzione del pubblico nei riguardi dell'iniziativa imprenditoriale e del disinteresse di quel *mercato* cui è essenziale si *faccia ricorso* per acquistare la qualità di società aperta).

In secondo luogo, la formulazione vigente della disposizione postula che la diffusione sia una conseguenza del collocamento (si consideri che, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c., rileva non la mera diffusione, quand'anche in misura rilevante, ma la diffusione fra il "pubblico"). L'utilizzazione del congiuntivo passato (soltanto se le azioni «**abbiano costituito**») implica che una società possa acquistare lo *status* di emittente azioni diffuse solo se le sue azioni tali risultino in esito a un collocamento, cioè dopo di esso, e se esso abbia avuto un esito apprezzabile.

In altre parole, l'operazione di collocamento deve preludere alla situazione di diffusione.

La prospettata modifica ha però l'effetto di invertire, o almeno di consentire l'inversione, di questo rapporto causa-effetto, nel senso che, se fosse approvata, una società *chiusa* che superi i limiti numerici di cui all'art. 2, comma 1°, e decida di effettuare un collocamento, potrebbe trasformarsi in aperta anche se, in esito all'operazione, la sua compagine societaria non fosse mutata o fosse mutata in misura modesta.

Soluzione questa che appare non condivisibile perché, in contrasto con il riferito intendimento circa l'attribuzione di rilievo alla scelta dell'emittente, potrebbe al contrario:

¹⁰ Si pensi all'ipotesi di collocamento infruttuoso per scelta dell'emittente o del socio di controllo (determinazione di un prezzo fuori mercato, apposizione di condizioni gravose in capo ai potenziali sottoscrittori o acquirenti).



(i) conferire rilevanza alla *acquisizione involontaria dello status* (nell'ipotesi di collocamento andato deserto, una società che superi i limiti numerici per ragioni storiche, che nulla hanno a che vedere con la successiva operazione di collocamento, potrebbe assumere lo *status* di aperta);

(ii) importare l'acquisto dello *status* di aperta anche *contro la volontà* dell'emittente (si faccia l'ipotesi dell'emittente che, formalmente superati i limiti di cui al comma 1°, scelga di avviare un collocamento per fare *effettivo* ricorso al mercato, essendo però disposto a modificare il proprio *status* solo a condizione che le azioni siano effettivamente acquistate dal pubblico. Ebbene se, in esito all'operazione di collocamento, la compagine azionaria rimanesse immutata perché vi è stato un basso o nullo grado di adesione, l'infruttuosa operazione di collocamento, dovendosi in ipotesi prescindere dal suo esito, imporrebbe comunque all'emittente di assumere lo *status* di società con azioni diffuse, e ciò *contro la sua volontà*, che era nel senso di assumerla solo a condizione di realizzare un *effettivo* collocamento, cioè con significativo grado di adesione).

Ci auguriamo di aver dato, con queste brevi note, un contributo alla migliore formulazione delle norme regolamentari.

Ringraziando per l'attenzione, porgiamo i migliori saluti

Prof. Avv. Raffaele Lener

(ordinario nella Facoltà di Giurisprudenza

dell'Università di Roma Tor Vergata)

Avv. Edoardo Rulli