

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'alleanza Fiat – Gm e la fusione Daimler - Chrysler nella prospettiva della globalizzazione dei mercati e il ruolo dell'informazione

Lorenzo Pulito

Novembre 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

INDICE

Premessa	p. 1
L'alleanza Fiat – Gm.....	« 2
Lo scambio azionario.....	« 3
La prelazione e la put option in favore di Gm.....	« 4
La put option di Fiat.....	« 5
Altre clausole.....	« 5
Patti parasociali.....	« 7
La crisi della Fiat, la crisi del mercato (dell'auto) e gli assetti concorrenziali	« 8
La fusione Daimler – Chrysler	« 11
Note giuridiche	« 12
Un particolare tipo di azione: la global share	« 14
La presunta misrepresentation: il problema delle informazioni	« 16
La reazione di borsa, la crisi e i danni lamentati da Kerkorian ed altri.....	« 17
La problematica giuridica comune ai due casi: l'informazione agli azionisti.....	« 19
Alcune riflessioni sulla Fraud on the market theory. e sul valore giuridico di alcune dichiarazioni rese da organi societari a riviste, giornali (informazione non tipizzata)	« 21
Il caso Fiat e la disciplina sui <i>rumors</i>	« 24
Allegati	« 27

Premessa

I due casi presi in esame, l'alleanza Fiat-Gm e la fusione Daimler-Chrysler, ben si prestano ad una riflessione sugli effetti della globalizzazione dei mercati (quello finanziario in particolare) e sul rapporto tra questo fenomeno e il diritto. Ci si riferisce, in particolare, al ruolo dell'informazione societaria nel mercato globale.

Occorrerebbe precisare il significato del termine globalizzazione; per questo si osserva come, ad un certo punto, il concetto di internazionalità sia stato superato. L' internazionalità indicherebbe un rapporto tra Stati, sempre e comunque protagonisti delle vicende che afferiscono al proprio territorio. Con l'avvento delle reti informatiche e la conseguente perdita del concetto di territorialità (elemento fondamentale del concetto di nazionalità), sostituito da quello di cyberspazio, e con il consolidarsi di società operanti a livello internazionale, ma capaci di "condizionare" il potere statale e di metterlo in crisi, il concetto di globalizzazione è apparso più appropriato per descrivere un fenomeno in cui la singola Nazione non appare più la protagonista.

Il diritto nazionale, conseguentemente, risulta sempre più inadeguato a risolvere i problemi che si prospettano a fronte del nuovo quadro economico.

Sembra rendersi necessaria una maggiore cooperazione tra i vari diritti nazionali al fine di offrire delle tutele adeguate. Tuttavia, anche il diritto nazionale, laddove si adatti alle istanze che il fenomeno globale richiede, potrebbe offrire dei modelli adeguati suscettibili di essere seguiti come esempio per altri diritti nazionali, e potrebbe concorrere alla diffusione di principi-base per l'auspicata cooperazione.

In questo lavoro ci si pone nell'ottica del c.d. investitore-risparmiatore¹, anche al fine di verificare se ci sia uniformità di informazione tra investitori di paesi diversi e se questa informazione sia sufficiente in ogni caso. Si verificherà inoltre che l'operare delle aziende nel mercato globale ha delle sue logiche, che spesso sfuggono all'investitore, e che pertanto il ruolo dell'informazione appare ancor più importante².

¹ Definizione e problematiche affrontate da ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.

² Il suo ruolo risulta ancora più importante laddove si pensi che il semplice azionista che voglia investire in titoli di questo settore dovrebbe fare i conti con operazioni dai contorni sfuggenti (vedi vicenda Fiat-Gm), o che si realizzano diversamente da come vengono prospettate (vedi vicenda DaimlerChrysler); operazioni spesso imprevedibili e, almeno apparentemente, prive di logica. Ci si riferisce alle seguenti circostanze: 1) nell'alleanza Fiat-Gm

I due casi citati, sebbene afferenti ad un solo settore di mercato, ben si prestano al discorso in esame per i seguenti motivi.

In primo luogo, essi rappresentano casi di operazioni in cui l'elemento caratterizzante sembra essere la scarsità, sia di segno quantitativo che qualitativo, di informazioni societarie. Il mercato potrebbe dirsi effettivamente globale allorché anche l'informazione risulti tale. Da più parti si sostiene la necessità di un'autorità garante della concorrenza che operi a livello globale: bene, la concorrenza efficiente si gioca anche sul ruolo dell'informazione. Promuovendo una corretta, trasparente ed uniforme informazione societaria si finirebbe col favorire la concorrenza.

In secondo luogo, possono fornire alcuni spunti per una revisione dell'attuale disciplina giuridica, che tenga conto delle mutate esigenze.

Occorrerà, pertanto, verificare i recenti contributi del diritto nazionale e le prospettive per la creazione di un diritto quanto più uniforme possibile. Su tali punti si dà conto nella parte conclusiva di questo lavoro. Qui di seguito, invece, si analizzano i due casi, affrontandoli nell'ottica delle precedenti considerazioni.

L'alleanza Fiat - Gm

L'alleanza tra Fiat ³ e Gm, siglata il 13 marzo 2000, va molto al di là di quel tipo di alleanze che il mercato automobilistico ci aveva abituato a conoscere; alleanze in cui le joint venture rappresenta il punto principale o, addirittura, unico. Questo strumento atipico ⁴ era sembrato, e tuttora sembra funzionare molto bene: esso contribuisce all'abbattimento dei costi di produzione e nello stesso tempo permette il mantenimento di ottimi livelli qualitativi.

compaiono, insieme, una clausola di prelazione ed una di opzione, circostanza che avvalorerebbe i "rumors" intorno ad una presunta vendita di Fiat differita nel tempo; 2) la fusione tra Daimler-Benz e Chrysler era del tutto "inaspettata" da parte degli esperti; essa risultò impreveduta, stante soprattutto la diversità culturale e strutturale delle case protagoniste. La prospettiva della globalizzazione, tuttavia, rende l'operazione dotata di una certa logica.

³ L'automotive rappresenta solo uno dei settori in cui opera il Gruppo Fiat, la cui capogruppo è la F.I.A.T. S.p.A. con sede legale in Torino. Gli altri settori di interesse sono riportati sul sito della casa all'indirizzo <http://www.fiatgroup.it>.

⁴ L'atipicità conferma la necessità di superare i modelli nazionali, spesso inadeguati alle necessità concrete. Tale riflessione conforta quanto osservato nella premessa in merito all'inadeguatezza del diritto nazionale in relazione al nuovo fenomeno economico.

Ebbene, l'alleanza Fiat-Gm ha previsto la creazione di due joint ⁵, solo che tale punto non è che uno dei tanti che hanno costituito oggetto della stessa, che si presenta sicuramente singolare, tanto da far “rumoreggiare” in merito ad una presunta vendita differita nel tempo della Fiat alla Gm.

Si forniscono alcune riflessioni sui punti che interessano ai fini di questo lavoro, in particolare sullo scambio azionario, sul “right of the first offer”, sulla opzione put, sulle jv, sui “presunti” patti parasociali nonché sul piano di risanamento a seguito della crisi, tuttora in atto.

Lo scambio azionario

Le due società hanno effettuato uno scambio azionario per un valore di 2,4 miliardi di dollari, pari al 20% di Fiat Auto S.p.A. e al 5,1% di General Motors.

La Fiat S.p.A. (di seguito Fiat) ha sottoscritto azioni di nuova emissione (titoli denominati GMS12/3) liberate con un aumento riservato. Avendo creato *ad hoc* una holding di diritto olandese, la Fiat Auto Holding B.V. con sede ad

⁵L'accordo ha previsto la creazione di due joint venture paritetiche: una per i motori e i cambi (la Powertrain) e l'altra nel settore acquisti (Purchasing).

“Nell'ambito dei contratti di jv è possibile distinguere quelli aventi per oggetto l'esecuzione di più prestazioni in funzione di un investimento (cui le parti partecipano direttamente) da quelli che trovano il momento causale nell'organizzazione dell'esecuzione di un diverso contratto da stipulare con un terzo. I primi sono contratti c.d. operativi, i secondi invece strumentali”. Cfr., ASTOLFI A., *Il contratto di jv: la disciplina giuridica dei raggruppamenti temporanei di impresa*, Giuffrè, 1981.

In base agli accordi Fiat-Gm, trattasi dunque di joint operative, joint corporation e paritetiche. “Lo schema della società per azioni assolve perciò una funzione strumentale a confronto del preliminare e sottostante contratto di joint venture, nel quale trova la sua fonte ed al quale si adatta in relazione al componimento di interessi in esso delineato”. Cfr., DI ROSA G., *L'associazione temporanea d'impresa*, Giuffrè, 2000.

A tutte le attività delle jv sovrintende un Comitato guida presieduto congiuntamente dagli amministratori delegati delle due case madri. Della prima, con sede a Torino, fanno capo dipendenti Fiat e dipendenti della sezione europea di Gm. La nuova società acquisti ha sede, invece, a Russelsheim, in Germania, ove ha anche sede il quartier generale dell' OPEL, uno dei marchi europei di Gm. Previsto un secondo comitato, che studierà piattaforme in comune per ridurre investimenti e spese di ricerca, massimizzando le componenti in comune. Altri team paritetici opereranno nei diversi stabilimenti.

In caso di divorzio è prevista una separazione consensuale delle attività e dei benefici; ma in mancanza di accordo si procederebbe entro un anno a liquidazione. Ciò si attuerebbe dividendo le singole attività, per la Purchasing; per la Powertrain si utilizzerebbe una società fornitrice delle due case, ma indipendente da esse. Comunque sarebbe anche possibile che uno dei due partner acquisti l'intera società, ma l'altro potrebbe chiedere un contratto di fornitura a lungo termine.

Amsterdam, la Gm, con i liquidi ottenuti da Fiat, ha sottoscritto l'aumento di capitale con sovrapprezzo della holding olandese.

Per costituire la holding la Fiat dapprima aveva proceduto allo scorporo della vecchia Fiat Auto S.p.A in due rami d'azienda: da una parte si era creata la Fiat Auto Partecipazioni, ribattezzata come Fiat Holding B.V., e dall'altra la Fiat Auto Industrie Automobilistiche, poi ribattezzata Fiat Auto S.p.A., il cui intero pacchetto è passato da Fiat Auto Partecipazioni a Fiat Holding B.V.

La diluizione dell'utile per azione è stata evitata da Gm con un buy back, che ha fatto lievitare il peso di Fiat in Gm al 5,6%.

In base all'accordo Fiat non ha potuto modificare la sua quota dell'80% per il primo anno di validità dell'accordo, mentre Gm non potrà modificare il suo 20% per nove anni.

La prelazione e la put option in favore di Gm

In base al c.d. Master Agreement Fiat potrebbe, solo dopo un anno dal closing dell'operazione e prima del nono, mettere in vendita tutto e soltanto tutto il suo 80% ⁶ di Fiat Auto Holding, che ingloba il 100% di Fiat Auto, facendo scattare così il "right of first offer" in favore di Detroit, che entro 20 giorni di tempo potrebbe accettare prezzo e condizioni richieste o fare una offerta inferiore.

In tale caso le parti si dovrebbero impegnare a negoziare per un tempo di dieci giorni "in via esclusiva e in buona fede" per accordarsi.

Di conseguenza, se si raggiungesse, verrebbe firmato l'accordo; in caso contrario, allorché Gm non volesse sfruttare la prelazione o Fiat non accettasse l'offerta fattale, il partner potrebbe vendere ad altri potenziali acquirenti, ma ad un prezzo ovviamente non inferiore a quello proposto dal prelazionario ⁷ Gm.

In aggiunta a ciò, Gm si è cautelata con una put option se il terzo compratore non dovesse esserle gradito: avrebbe così la possibilità di vendere

⁶ TURCHETTI-TAMOS, *Fiat fino al 10 per 100 nella Gm*, in *Il Mondo*, 5.5.2000. Fiat può effettuare cessioni parziali, ma massimo per un valore pari al 10 % del fatturato complessivo dell'auto. Anche in tal caso c'è prelazione da parte di Gm, ma della durata di 60 giorni.

⁷ In effetti, almeno in base all'ordinamento italiano, si è di fronte ad una prelazione. La stranezza è che questa si accompagna ad una put option, quando solitamente esse non sono usate congiuntamente in uno stesso contratto.

al terzo anche il suo 20% allo stesso prezzo ottenuto da Fiat o, al minimo, alla cifra di 2,4 milioni di dollari, qualora ciò avvenisse entro il quarto anno.

Quest'ultima clausola costituisce deroga all' altra clausola che impegna Gm a non toccare la sua quota per i nove anni successivi all'accordo.

La put option di Fiat

Fiat ha una put option ⁸. Gm sarebbe obbligata ad acquistare il restante 80%. Occorre, per ciò, che Fiat chieda a Gm di determinare il "fair market value" ⁹ della suddetta quota della F.A. Holding. Qualora accettasse la valutazione fatta dal partner, in un tempo massimo di dieci giorni, scatterebbe l'obbligo d'acquisto. Questa opzione può essere utilizzata per ben due volte, e nel periodo che va dai quarantadue mesi (gennaio 2004) al nono anno di efficacia del Master Agreement.

In caso di effettiva vendita il pagamento, a richiesta, potrebbe essere fatto con azioni Gm, in tutto o in parte, sempre che la casa di Detroit accetti. In ogni caso Fiat, anche con pagamento cash, potrà risalire fino al 10% massimo del capitale di Gm.

Altre clausole

Dopo i nove anni di validità prevista, ammesso che nulla sia mutato, sei mesi prima della scadenza i due chief executive si potrebbero incontrare per negoziare l'eventuale proroga decennale del contratto. Se non si trovasse l'intesa, e se F.A.Holding non fosse quotata (dopo un anno il settore auto di Fiat potrebbe decidere di andare in borsa e, in tal caso, verrebbe quotato con

⁸ In sostanza una opzione di compravendita.

⁹ Al momento in cui decidesse di sfruttare il put, il valore di Fiat dovrebbe essere determinato a seguito di una trattativa da svolgersi nel termine di dieci giorni. Fallendo tale tentativo, verrebbero designate quattro merchant bank, una per ogni partner e due di nomina congiunta, che svolgerebbero la due diligence. Entro venti giorni dall'incarico si aprirebbero le buste in un meeting congiunto, iniziando a "svelare" i prezzi presentati dalle due merchant di fiducia delle parti. Con uno scarto che non superi il 15%, il fair market value sarebbe la media dei due valori visionati. Diversamente, con uno scarto maggiore del 15%, si dovrebbero aprire le rimanenti due buste. Si scarterebbe il valore più distante, e si farebbe la media tra i valori riferiti dalle altre tre buste. Tutti gli altri termini e condizioni dovranno essere negoziati dalle parti.

una IPO, Initial Public Offering ¹⁰), Gm potrebbe chiedere aiuto a Fiat per collocare sul mercato la propria quota.

Si è anche detto che Gm può decidere se “prendersi tutto o lasciare” ¹¹. Significa che ha una doppia garanzia nel caso in cui cambiasse l’azionista di controllo del gruppo Fiat. A sua discrezione potrebbe: o far scattare le procedure put e comperare il famoso restante 80%, qualora il takeover del terzo non abbia ottenuto parere favorevole del board Fiat – opa ostile-; oppure potrebbe pretendere dal nuovo azionista di controllo di Fiat il riacquisto del 20% in contanti e con prezzo determinato con la procedura già vista, ma in questo caso con prevalenza del fair value più alto.

Per accordo Gm non potrà toccare la sua quota del 20% per tutta la durata del Master Agreement, mentre Fiat, trascorso il primo anno, può toccare la sua quota, nonché quella posseduta in Gm.

Questo si scrisse inizialmente.

In un secondo momento sono state diffuse altre informazioni ¹² (ciò è un’ulteriore conferma che l’operazione ha dei punti oscuri: di qui la “voce” che in realtà Fiat sarebbe stata venduta). La documentazione emersa conferma l’assenza del vincolo di mantenere la quota - lock up - da parte di Fiat, ma solo in linea di principio, a causa dei vincoli stringenti in caso di monetizzazione.

Se le azioni Gm messe in vendita da Fiat fossero più di cinque milioni, su un totale, lo ricordiamo, di poco più di trentadue milioni, andrebbe avvisata la casa di Detroit, che anche in tal caso gode di un “right of first offer” da sfruttare in 24 ore. In caso di mancato accordo, Torino potrebbe procedere.

Qualora le azioni in vendita fossero più di quindici milioni, o l’eventuale compratore risultasse superare il 5% di Gm, la prelazione avrebbe una durata di quattro giorni. In più dovrebbe essere svelata l’identità dell’acquirente. Tale prelazione varrebbe anche nel caso di vendita frazionata, per mezzo di consorzio di collocamento, la cui metà dei partecipanti sarebbe designata dalla stessa Gm.

¹⁰ Maggiori dettagli sono confrontabili su *Milano finanza* - documenti: *Così gli Agnelli possono vendere l’auto a GM*, 29.06.2002, pag 6, sezione 8.04.

¹¹ TURCHETTI-TAMOS, *Opa ostile, una pillola avvelenata, in Fiat fino al 10 per 100 nella Gm, cit.*

¹² TURCHETTI C., *Se Fiat vende le azioni Gm: ecco le condizioni*, in *Il Mondo*, 22 settembre 2000. Inoltre, si precisa che queste ulteriori informazioni sono in possesso della SEC, che ha pubblicato on-line un estratto.

Patti parasociali

Nell'Agreement compare una clausola di standstill, una sorta di patto di non aggressione in base al quale non si potrebbero comperare altri diritti di voto o raccogliere deleghe in casa altrui. Tuttavia, Fiat potrebbe risalire fino al 10% in GM.

Tale clausola, come anche quella che impone dei limiti al trasferimento delle azioni – una sorta di patto di stabilità, secondo cui le rispettive quota dell' 80% e 20% non potevano essere toccate per un anno -, sembrerebbe potersi qualificare come patto parasociale.

E' vero che gli obblighi pubblicitari – cfr. art. 122 e ss. d.lgs. 58/1988 – comprendono quei patti contenenti limitazioni al diritto di voto o trasferimento di azioni in “società quotate e in quelle che le controllano” e che né la Holding né la Fiat Auto sono quotate. Tuttavia il patto in questione intercorso tra Gm e Fiat S.p.A., quotata, avrebbe meritato maggiore attenzione, tanto più che la controllante di Fiat Holding è quotata in Italia e Fiat Auto costituisce l'asset principale del gruppo Fiat.

Di queste clausole, così come dell'intero contratto, non vi è traccia nei siti di competenza (siti della case costruttrici, di autorità garanti della concorrenza, siti del settore economico e finanziario) e scarse sono state le notizie diffuse a mezzo stampa o comunicate al mercato.

Vani i tentativi di trovare delle risposte più precise tramite contatti via e-mail indirizzati a Sec, Gm, Fiat e altri siti da ritenersi competenti.

La Sec ha provveduto a pubblicare in estratto alcune informazioni rilevanti (cfr. sito www.sec.gov) ¹³, mentre la Consob non ha ritenuto di procedere sullo stesso piano.

A ragione può dirsi che l'operazione sia stata ed è caratterizzata dalla mancanza di adeguata trasparenza. Si la presunta asimmetria informativa, vista la differenza di informazioni tra Sec e Consob e si valuta criticamente alla luce delle informazioni disponibili dell'autorità preposta alla sicurezza del mercato finanziario.

¹³ Un articolo de *Il Mondo* (TURCHETTI-TAMOS, *Fiat fino al 10 per 100 nella Gm*, 5.5.200) sosterebbe che l'intero contratto sia stato reso pubblico su questo sito. Dalla ricerca effettuata si è riuscito a trovare solo alcuni documenti ad esso relativo.

Il contratto nella sua interezza è stato diffuso ultimamente da organi di stampa del settore finanziario, che non hanno rivelato la fonte diretta da cui hanno appreso il contenuto di quanto diffuso ¹⁴.

Tale notazione è importante per il discorso che verrà sviluppato nella parte conclusiva del lavoro, cui si rimanda.

La crisi della Fiat ¹⁵, la crisi del mercato (dell'auto) e gli assetti concorrenziali ¹⁶

Il 10 dicembre 2001 il consiglio di amministrazione della Fiat ha annunciato un piano di rilancio per il 2002-2004 nel settore delle auto, su cui pesa 35 miliardi di euro di debiti ed una posizione finanziaria netta negativa per 7,5 miliardi, che contribuiscono a mantenere bassa la redditività del settore, molto deludente nel risultato del terzo trimestre 2001 – un risultato operativo di soli 35 miliardi di euro, pari allo 0,3% dei ricavi.

Le mosse del piano di risanamento si sono dirette verso più direzioni, prevedendo, in sintesi ¹⁷:

- 1 un aumento di capitale ¹⁸;

¹⁴ Cfr., I documenti di *Milano finanza*, *op cit.*

¹⁵ BERNACCHI A., *Fiat batte cassa e cambia i manager*, in *Il Sole 24 Ore*, 11.12.2001, pag. 29.

¹⁶ E' stato detto che nel mercato globale anche la crisi diventa globale, nel senso che, creandosi interdipendenza tra i mercati, un avvenimento verificatosi altrove è in grado di condizionare tutti gli altri mercati. Si pensi agli effetti dell'11 settembre 2001. I mercati e le borse di tutto il mondo sono stati condizionati dai fatti occorsi, fatti che hanno aggravato la fase di recessione economica già latente.

Ma la crisi della Fiat va "oltre la congiuntura". Hanno pesato, inoltre, il basso utilizzo della capacità produttiva, una gamma di prodotti che negli ultimi anni ha segnato qualche battuta a vuoto. "Molti suoi prodotti erano in difficoltà rispetto alla concorrenza" - spiega Volpato, preside di Economia all'Università Ca' Foscari di Venezia.

¹⁷ TURCHETTI C., *Una sterzata lunga tre anni*, in *Il Mondo*, 21.12.2001, pag. 16 ss.

¹⁸ L'aumento di capitale.

La ricapitalizzazione è stata prevista per un importo pari a 1 miliardo di euro ed in primo luogo rivolta agli azionisti di Fiat. I soci di riferimento, Ifi ed Ifil hanno assicurato la loro adesione per la quota di competenza. In tal modo la famiglia Agnelli è rimasta proprietaria della stessa quota nel settore delle auto. Ai vecchi azionisti si è richiesta quindi fiducia nelle promesse di miglioramento della redditività. Secondo UBS Warburg, l'importo limitato della ricapitalizzazione darebbe l'idea di una soluzione "tampone" e di breve periodo. In Fiat si è replicato dicendo che si era preferito chiedere al mercato risorse proporzionate alla capacità di risposta, sottolineando come la ricapitalizzazione sia stato solo uno dei punti della manovra. Il

- 2 la cessione di attività e la ristrutturazione aziendale ¹⁹;
- 3 un bond convertibile in azioni Gm ²⁰;

prezzo per le nuove azioni è stato fissato in 15,5 euro. Ad ogni azione è stato abbinato un warrant con durata quinquennale. Al momento dell'esercizio ogni quattro warrant daranno diritto ad una nuova azione ordinaria. Il prezzo dell'esercizio dovrebbe essere compreso tra i 30 e i 35 euro. Fiat si è riservata la facoltà, però, di consegnare, al posto delle azioni, il differenziale tra la quotazione delle azioni e il prezzo di esercizio. Cfr., CORNAGGIA-PEREGO, *La reazione della Borsa*, in *Il Mondo*, 21.12.2001, n.50.

¹⁹Le cessioni e la ristrutturazione aziendale.

Altro punto della manovra è stata la previsione di una lista di cessioni che dovrebbero produrre un incasso di 4,5 miliardi di euro nel biennio 2002-2003. La quota maggiore è attesa dalla vendita delle residue attività Magneti Marelli e della Teksid. Prevista altresì la chiusura di 18 stabilimenti ed un taglio di 6 mila addetti all'estero, mentre notevoli restano le preoccupazioni per l'occupazione da parte delle autorità italiane e da parte dei sindacati dei lavoratori, tutti rassicurati per il momento dai vertici Fiat.

²⁰ Il bond convertibile in azioni.

La manovra finanziaria ha riguardato anche un bond convertibile in azioni Gm da 2,2 miliardi di dollari, attraverso cui Fiat potrebbe cedere la sua partecipazione in Gm, che ne fa il maggior azionista individuale, dietro ai fondi pensione. Il bond ha una durata di cinque anni ed è stato lanciato il 10 dicembre 2001 sotto la regia di Merrill Lynch e Schroder Salomon Smith Barney.

I mercati cui si sono rivolte le obbligazioni sono stati principalmente gli Stati Uniti, Svizzera e Gran Bretagna; una quota è stata collocata anche sui mercati asiatici. Non saranno convertibili fino all'agosto 2002 e offriranno una cedola del 3,25 per cento annuo. Un buon prezzo per Fiat se si pensa che per finanziarsi altrimenti, è stato calcolato che sarebbero occorsi almeno 50 milioni di euro in più all'anno. L'alleanza con Gm è stata quindi anche un' "alleanza finanziaria". L'emissione di exchangeable note è stata sottoscritta velocemente, grazie alla Rule144A negli USA e alla Regulation S in Europa, entrambe norme che permettono di accedere al mercato senza obbligo di registrazione: l'offerta viene così rivolta solo a qualified institutional buyers e i tempi di esecuzione sono strettissimi. Quando i detentori di bond chiederanno la conversione, Fiat avrà la possibilità di scegliere se consegnare le azioni Gm oppure se pagare in cash il valore delle azioni stesse, sulla base di valutazioni strategiche che tengono conto degli accordi stipulati tra le due società al tempo dello scambio azionario. Se Fiat vorrà cedere le azioni in portafoglio dovrà prima chiedere a Gm se le volesse ricomprare, e, in caso di risposta affermativa, procederà evidentemente al rimborso cash. Il board Fiat dichiarò: " Il bond è un'opportunità di finanziamento che fa leva sulla quota Gm, ma senza implicazioni strategiche ed operative ". Ed ancora, così Cantarella, ex amministratore delegato Fiat: "Non stiamo vendendo la quota in Gm". Si espressero positivamente anche i vertici della General Motors, per i quali il programma annunciato dall'alleato italiano è un normale piano di ristrutturazione in un momento di crisi del mercato dell'auto. Il titolo Gm però perse in borsa dopo l'annuncio del programma di risanamento. Smentite da Gm le voci secondo cui l'obbligazione convertibile lanciata da Torino potrebbe essere un preludio per un allentamento del legame tra gli alleati. Gli analisti comunque si mostrarono divisi; vi fu chi vide il piano come uno strumento per presentarsi nelle migliori condizioni possibili di fronte a Gm per esercitare l'opzione di vendita, e chi applaudì questa manovra ritenuta "coraggiosa" e testimonianza concreta della volontà della Fiat di concorrere seriamente nel mercato globale. Qui ci si limita a prendere atto della divergenza di opinioni. Circa le informazioni sul bond, PEVERARO, *Dietro il Fiat-Gm bond*, in *Milano Finanza*, 15.12.2001, pag 10; per verificare le dichiarazioni dei vertici Fiat concernenti lo stato dei rapporti con l'alleato e la volontà di Fiat di non cedere la quota di

4 una nuova organizzazione del settore auto ²¹.

In contemporanea si decise la sostituzione al vertice dell'amministratore delegato di Fiat auto.

L'obiettivo sarebbe in sostanza quello di riportare entro il 2004 la redditività del gruppo al 4% e quella dell'auto al 3,2%, con la previsione di chiudere positivamente l'ultimo esercizio del piano, quando Fiat Holding dovrebbe segnare un utile netto di 1.190 milioni di euro (contro i - 480 del 2001) e quando la posizione finanziaria consolidata dovrebbe riemergere a +400.

L'importanza di questo richiamo (e delle informazioni riportate in nota) risiede in tre circostanze.

Per prima cosa, questa manovra non è stata esente da interpretazioni difformi: da una parte si è sostenuta la bontà del piano, da altra parte, quella che più ha dato credito ai "rumors" ²² sulla presunta vendita, si è parlato di

Gm in suo possesso, cfr. TURCHETTI, *Ma l'alleanza con Gm non si tocca*, *Il Mondo*, n.50, pag 18; PLATERO M., *Detroit: "Con Torino siamo Ok"*, *Il Sole 24 Ore*, 12.12.2001.

²¹ Nuova organizzazione aziendale.

Cambia l'organizzazione aziendale: la Fiat S.p.A. si è divisa in quattro unità. Una prima unità comprende i marchi Fiat e Lancia; la seconda comprende il solo marchio Alfa Romeo, che gode così di maggiore autonomia; la terza unità concerne l'attività internazionale del gruppo, che comprende impianti in Asia, Africa del Nord, Turchia, Sudafrica e Russia, nonché Polonia e America Latina; una ultima unità riguarda i servizi, quelli assicurativi, di assistenza, di infomobilità e quelli per le aziende. La notazione è di rilievo per una riflessione sul rapporto tra globalizzazione, specializzazione del lavoro, futuro delle realtà locali, tipologia di mercati nel mercato globale. Quello delle *business units*, è un tipo di organizzazione nuovo per il Lingotto. Che pure ha cambiato più volte la sua organizzazione. Ci si riferisce al 1992-1993, quando fu in gioco la stessa sopravvivenza del gruppo (superamento dell'organizzazione di tipo fordista e il passaggio alla "fabbrica integrata" - principio del just in time, ossia stretta correlazione tra i subsistemi componenti il ciclo produttivo -). Su questi punti cfr., CASTRONOVO, *Le rivoluzioni di Torino sotto la lente della storia*, in *Il Sole 24 Ore*, 13.12.2001. In sostanza, si doveva passare da una produzione di massa ad una mirata al maggior soddisfacimento possibile della domanda differenziata e cangiante, coniugando qualità del prodotto e maggiore produttività unitaria. La guerra del Golfo scatenò una situazione di recessione tale da far dubitare che neppure una ingente ricapitalizzazione sarebbe bastata a scongiurare il collasso. L'intervento di Mediobanca scongiurò tale pericolo. Si è arrivati così al cambiamento dell'organizzazione per la terza volta in dieci anni: dalla fabbrica integrata, alla catena del valore ed, infine, le unità di business, tanto lontane da quel sistema aziendale rigidamente centralistico e verticale di circa trentacinque anni fa.

²² Voci alimentate anche dalle operazioni del gruppo dirette verso altri settori diversi da quello automobilistico o affini: si vuol fare riferimento all'OPA su MONTEDISON. Cfr., ODDO-RIDOLFI, *A Fiat e soci il 52% di Montedison*, in *Il Sole 24 Ore*, 3.7.2001, pag.29 ss.

soluzione “tampono” finalizzata a presentarsi di fronte a Gm nelle migliori condizioni possibili al momento dello sfruttamento della put option.

In secondo luogo, offre lo spunto per riflessioni in merito agli aspetti negativi della globalizzazione (licenziamenti e chiusure di aziende; difficoltà di previsione delle “mosse” degli emittenti); al funzionamento dell’alleanza Fiat-Gm come alleanza finanziaria (bond convertibili); al nuovo modo di concepire l’organizzazione aziendale (sistema delle business unit, separazione dei marchi e specializzazione dei settori) e alla relazione che intercorre tra questa concezione e il fenomeno della globalizzazione (l’unità operativa, *alias* la realtà locale, purché capace di apportare un *quid* di specialità, non viene “soffocata” dall’economia globale, anzi, ne costituisce il fulcro); alle ragioni della crisi (non solo congiunturale ma soprattutto strutturale); alle modalità di risoluzione delle stesse (confronto fra reazioni alla crisi di un modello di alleanza del tipo in esame con il modello di fusione della DaimlerChrysler nella crisi della Chrysler).

In terzo luogo, offre lo spunto per un approfondimento sul valore giuridico delle dichiarazioni dei managers, visto che i dirigenti Fiat hanno sempre rilasciato dichiarazioni molto “rassicuranti”, anche se non sempre verificate dagli eventi.

La fusione Daimler - Chrysler

La caratteristica di questa fusione, almeno da un punto di vista economico, fu quella di essere realizzata tra due società in attivo. La prassi ci aveva abituato ad assistere a fusioni che “riparassero” e salvassero le società in crisi; l’ottica della globalizzazione, parametro ormai fisso nella decisione di strategie industriali, ha ridisegnato l’assetto pragmatico di questo istituto giuridico.

La competizione in un mercato globale pone le società di fronte a nuovi contesti e impone la ricerca di soluzioni. Le decisioni strategiche che ne conseguono possono risultare di non facile comprensione, e in particolare agli investitori, che su quelle scelte, già adottate o da adottare, dovrebbero ragionarvi.

Gli analisti sono stati colti impreparati da questa fusione, viste le diversità tra le case produttrici che la dovevano mettere in atto. Le sinergie e i piani comuni utilizzabili nel breve periodo erano pressoché nulle.

Gli unici vantaggi che sembravano possibili erano, da una parte, lo sfruttamento della tecnologia americana da parte dei tedeschi, non di certo interessati ad invadere il mercato americano, vista la presenza, da sempre, della casa tedesca nel mercato internazionale; dall'altra parte, per quanto riguarda la Chrysler, l'ingresso sul mercato europeo, in cui era scarsamente rappresentata.

Unici, se non ci si pone nell'ottica globale, e si dà atto che il progetto che c'è dietro questa fusione nasconde grosse ambizioni per il futuro: si tratta di divenire i numeri uno del mercato globale ²³. Anche se ciò nell'immediato comporta innumerevoli difficoltà, si pensi alle diversità dei mercati cui si rivolgevano originariamente le due case, che vuol dire diversità di norme regolatrici della produzione, di bisogni dei consumatori, di tecniche e tecnologie costruttive; nonché alla lentezza con cui procedette l'integrazione subito dopo la fusione.

Parimenti, per Fiat non ci si aspettava un'alleanza con Gm, ma piuttosto (e per vari motivi) con DaimlerChrysler.

In definitiva, i gruppi che si sono formati negli ultimi anni, sembrerebbero dimostrare che esiste una certa flessibilità nella scelta del partner con cui stringere alleanze ²⁴.

Note giuridiche

La cronologia delle principali operazioni che hanno portato alla fusione sono riportate nello schema allegato ²⁵.

²³ Sono le parole di Bob Eaton, copresidente DaimlerChrysler, in un articolo di MARGIOCCO M., *Terrenoto a DaimlerChrysler*, *Il Sole 24 Ore*, 25.09.1999.

²⁴ Questa considerazione, apparentemente banale, ma in realtà formulata sulla base di uno studio delle operazioni che sono state effettuate nel settore in esame, è importante laddove ci si ponga nell'ottica dell'azionista-risparmiatore, che si trova a dover valutare operazioni spesso "impreviste ed inaspettate" per compiere le scelte di investimento o disinvestimento più opportune. Si ripropone quindi la necessità di un'informazione chiara, corretta e tempestiva; nonché l'opportunità di rafforzare quel tipo di informazione price sensitive che precede il compiersi delle operazioni stesse e che va sotto il nome di informazione continua. Come chiarito da dottrina e giurisprudenza – cfr., FERRARINI G., *L'informazione continua delle società quotate*, in *1° ciclo di lezioni "Emilio Moar"*, *Informazione e mercato azionario*, Milano, 1994, pag. 78 - dovrebbero costituire oggetto di informazione obbligatoria continua anche i semplici progetti di operazioni, purché dotati di un certo grado di concretezza, da valutarsi in concreto.

Appare opportuno ricordare che la disciplina della società per azioni di tipo tedesco – la DaimlerChrysler ha sede a Stoccarda - sottrae all'assemblea la nomina degli amministratori con poteri esecutivi (nonché l'approvazione dei bilanci annuali e l'impiego di utili).

L'organo amministrativo è di tipo "dualista": l'amministrazione è affidata al consiglio di direzione (*Vorstand*), che è nominato dal consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*), il quale è a sua volta eletto dall'assemblea dei soci.

Quella tra la Daimler-Benz e la Chrysler fu una mega-fusione da 40 miliardi di dollari – la più grande tra tutte quelle del settore automobilistico ²⁶. La Chrysler Corporation fu valutata 45,7 miliardi di dollari mentre la Daimler-Benz 61,1 miliardi.

Per quanto riguarda il concambio, che rappresenta uno degli elementi necessari del progetto di fusione, gli azionisti americani ricevettero circa 0,6 azioni del neonato gruppo per ogni azione che possedevano, mentre per i tedeschi lo scambio fu alla pari.

La DaimlerChrysler decise di emettere un tipo di titolo completamente nuovo, la global share, che viene scambiato in diverse piazze internazionali. Questa tipologia di azioni avrebbe dovuto proteggere meglio dal rischio di cambio, a seguito delle pressioni degli azionisti americani, restii a ricevere azioni DaimlerChrysler, quotate a New York come ADR, in cambio delle loro azioni.

La fusione fu approvata dalle due assemblee il 18 settembre 1998; il quorum necessario per la deliberazione fu il 75% per Daimler, per Chrysler il 50%. Fu approvata dal 99% per la Daimler e per il 97,5% dalla Chrysler. Dal punto di vista tecnico è stato rilevato ²⁷ (vedi schema allegato) come "la fusione tra la Daimler-Benz AG e la Chrysler Inc. non fu una vera e propria fusione - nel senso legale del termine". Manca cioè l'incorporazione in una società preesistente, mentre nella nuova società costituita (la DaimlerChrysler),

²⁵ Per informazioni sugli azionisti di maggioranza della società e sui problemi legati alle differenze culturali – in particolare la rappresentanza nell' Aufsichtsrat delle unioni di lavoratori (IG Metall, UAW) tra le due compagnie fuse, cfr. le pagg. 317 e 318 in BLASKO M., JEFFRY M. NETTER, J.F. SINKEY JR., *The DaimlerChrysler merger: short-term gains, long-run wealth destruction?*, Issues in International Corporate Control and Governance, Volume 15, pages 299-329.

²⁶ ROVEDA D., *I dettagli di DaimlerChrysler*, *Il Sole 24 Ore*, 07.08.1998.

²⁷ Cfr., BLASKO M., JEFFRY M. NETTER, J.F. SINKEY JR., *op. cit.*, pag. 318.

come si intuisce più facilmente dallo schema allegato, la Chrysler continua ad esistere come entità giuridica, controllata però al 100% dalla DaimlerChrysler.

Anche questo schema di realizzazione della fusione faceva presumere una precisa volontà: quella di lasciare pressoché impregiudicata una certa autonomia della società americana e di compiere, cioè, una “merger of equals”.

Un particolare tipo di azione: la global share

Le azioni ordinarie della DaimlerChrysler AG, società di diritto tedesco, sono trattate sia sulla Borsa di New York, che su altre 18 borse mondiali. Si ripropose il tema dell'inadeguatezza del diritto societario in relazione al nuovo fenomeno economico, risolto un particolare tipo di azione: la global share ²⁸.

Prima dell'avvento della global share, le società tedesche – così come molte altre società straniere desiderose di accedere al mercato di capitali statunitense - hanno operato tramite i così detti American Depositary Receipts o ADR. Lo strumento dell' ADR è costituito da una ricevuta negoziabile (molto simile ad un certificato di borsa) che è emessa da una banca depositaria statunitense; esso rappresenta le azioni di una società straniera (cioè, non statunitense), denominate “American Depositary Shares” e depositate presso la stessa banca.

Il meccanismo degli ADR, in uso a partire dagli anni Venti, da modo all'azionista di superare difficoltà di natura pratica ed economica più che giuridica. Ad esempio, se i titoli non-US dovessero avere un prezzo di mercato molto più basso di quello comunemente presente nel mercato statunitense; il titolo ADR può esser strutturato così da rappresentare varie sottostanti azioni dell' emittente.

Inoltre, una banca depositaria di titoli ADR può intraprendere importanti funzioni amministrative che rendono più facile detenere titoli stranieri, quali: raccolta dividendi, loro conversione in valuta USA, coordinamento delle comunicazioni agli azionisti e raccolta dei loro voti.

L'ADR è ovviamente legittimato solo negli Stati Uniti: è valido commercialmente e giuridicamente solo nel Paese; è quotato in dollari; prevede la corresponsione di dividendi in dollari; non assomiglia affatto ai titoli non-US

²⁸ PAUL H. WILSON JR. – JOHN M. ALLEN, JR. – WILLIAM D. REGNER (avvocati in New York), disponibile su sito internet <http://www.diritto.it> .

di cui è rappresentativo e che gli sottostanno. Si tratta in effetti di un “titolo di secondo grado”, i cui detentori posseggono diritti sanciti contrattualmente, ma non sono veri e propri azionisti (delle società emittenti).

La global share, invece, costituisce un vero e proprio titolo che è stato predisposto per essere ugualmente accettabile su più mercati ed autorità regolamentari contemporaneamente, sia in USA che in Germania, così come – d'altra parte – negli altri mercati del mondo.

Le azioni della DaimlerChrysler, una società di diritto tedesco, debbono conformarsi ai requisiti della legge tedesca. Il diritto tedesco contiene regole e tipologie che non esistono nel diritto americano quali: titoli al portatore, coupons per i dividendi, numerazione di ciascuna azione (piuttosto che di ciascun certificato per azioni) e monitoraggio di questi numeri.

D'altra parte, non ci sono corrispondenti nel diritto tedesco per alcuni aspetti tipici della legislazione americana, quali: date in cui si determina il diritto di voto, forme di proprietà comune dei titoli ed infine modalità per il trasferimento dei titoli. Inoltre, le autorità di regolamentazione in Germania ed in America hanno previsto norme diverse per quanto concerne i meccanismi di pagamento dei titoli, le forme dei certificati azionari ed il pagamento dei dividendi.

L'impiego della global share richiede la risoluzione delle esigenze dei mercati sui quali i titoli devono essere quotati. Nel caso in esame ciò è stato reso possibile per merito delle autorità di regolamentazione favorevoli a promuovere la globalizzazione dei mercati.

La global share presenta caratteristiche differenziate: il certificato azionario è stampato in tedesco e inglese; la sua forma è studiata per soddisfare i differenti requisiti richiesti dalle borse valori di Germania e USA; i certificati sono individualmente numerati e viene assegnato un numero a ciascuna azione ordinaria DaimlerChrysler che viene rappresentata dal certificato. Il registro azionario della società, mantenuto da due agenti di borsa in ciascun mercato, permette di correlare numeri dei titoli con certificati individuali. Ogni titolo viene emesso previa registrazione e certificazione, benché la maggioranza delle azioni statunitensi e tedesche trattate siano detenute attraverso agenti depositari (Depositary Trust Company / Deutsche Borse Clearing). Anche la girata sul verso del titolo rappresentativo dell'azione viene effettuata sulla base delle normative doganali, tanto in tedesco quanto in inglese, così da permettere la girata ed il trasferimento di possesso anche in altre giurisdizioni nazionali.

Grazie alla global share, la contrattazione del titolo DaimlerChrysler si perfeziona da borsa a borsa senza ostacoli.

La presunta misrepresentation: il problema delle informazioni

La fusione fu presentata come “merger of equals”; le dichiarazioni ufficiali rese precedentemente alla operazione sembrarono tutte tese a sottolineare che si sarebbe trattato di una fusione alla pari, appunto.

Ma fu subito evidente che così non sarebbe stato in realtà. Per la prima volta una casa europea acquisiva di fatto il controllo di un costruttore americano, divenendo così la terza forza al mondo in campo automobilistico.

Dopo l'operazione di fusione, ci fu un susseguirsi di “cambi di poltrone” che non fecero altro che evidenziare come in realtà fosse il gruppo europeo titolare in via esclusiva della gestione. L'uscita di scena di Stallkamp, uno tra i più importanti dirigenti Chrysler, avvalorò la sensazione del mercato circa la prevalenza del socio tedesco. Anche le azioni in borsa toccarono il valore minimo.

Il sig. Kerkorian ²⁹, azionista importante della Chrysler prima della fusione, ha intentato causa alla DaimlerChrysler ed ai dirigenti Daimler-Benz, rei di aver presentato alla comunità finanziaria un progetto di fusione diverso da quello effettivamente realizzato. Kerkorian, che da solo rappresenta il quarto azionista di rilievo del neonato gruppo, ha denunciato che in realtà più che una fusione alla pari, come sostenuto dagli amministratori, si è trattato di un takeover e che l'obiettivo da sempre perseguito dal sig. Schrempp, co-presidente della DaimlerChrysler con Bob Eaton, è stato quello di fare della Chrysler, di cui egli deteneva il 13% prima della fusione, una divisione della Daimler. L'attore avrebbe subito un danno di diversi miliardi a seguito del negativo cattivo andamento registrato dalle azioni del neonato gruppo.

Si ritiene che debba dimostrare per vincere il procedimento che la fusione alla pari fosse stabilita negli accordi approvati dagli azionisti, nonché la mala fede della DaimlerChrysler. Gli analisti ritengono però possibile che il socio riesca ad ottenere il lancio di un buy-back da parte del gruppo, per sollevare il prezzo dei titoli.

²⁹ REIGBER B., *DaimlerChrysler likely to face anger at shareholders meeting*, *The Wall Street Journal Europe*, 11.04.2001.

Kerkorian non è stato l'unico a proporre azione legale; si è trattato infatti di una class action. L'azione, di cui non si conosce ancora l'esito ³⁰, è stata intentata soprattutto sulla base di esplicite dichiarazioni del presidente Schrempp rilasciate durante un'intervista pubblicata sul Financial Times (pubblicato il 30.10.2000): “ *Me being a chess player, I don't normally talk about the second or third move. The structure we have now with Chrysler (as a standalone division) was always the structure I wanted... We had to go a roundabout way but it had to be done for psychological reasons. If I had gone and said Chrysler would be a division, everybody on their side would have said: “ There is no way we'll do a deal.” But it's precisely what I wanted to do. From the start structure, we have moved to what we have today*”.

Le richieste conclusive riguardano tre punti:

- 1) acquisition premium, essendo l'operazione qualificabile, a parere degli attori, come takeover;
- 2) ordine di separazione della Chrysler dalla DaimlerChrysler;
- 3) “rescissory damages”, pari alla differenza tra il valore delle azioni Chrysler che gli investitori scambiarono per la fusione e il valore del titolo posseduto dopo la fusione.

L'azione si ispira alla dottrina della *fraud on the market theory*, cui ci si riferirà nella parte conclusiva.

I convenuti — cui si imputa la violazione della Section 10 (b) dell'Exchange Act e della Rule 10b-5; della Section 20, 11, 15, 12(a)(2), 14(a).- sono, per la precisione, la DaimlerChrysler AG, Daimler-Benz AG, J. Schrempp, M. Gentz, H. Kopper ³¹.

La reazione di borsa, la crisi e i danni lamentati da Kerkorian ed altri

La fusione DaimlerChrysler, così come l'alleanza Fiat-Gm, non è stata esente da critiche e valutazioni negative da parte del mercato. Dopo un avvio

³⁰ Ma è proprio di poco tempo fa al notizia relativa al rifiuto del giudice competente di dismettere il giudizio. Cfr., Reuters del 22.3.02, pubblicata anche su internet su <http://www.Forbes.com>, *Judge refuses to dismiss DaimlerChrysler lawsuits*.

³¹ Tutte le informazioni in merito alla suddetta class action sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.whafh.com/cases/complaint/chryslercmplt.htm> .

carico di aspettative, cui ha fatto seguito anche un buon risultato borsistico, si è infatti prospettata la crisi ³².

Inizialmente, gli stockholders furono distribuiti equamente tra Stati Uniti (44%) ed Europa (44%). Tuttavia, la quota di titoli in portafogli americani scese dalla fusione dal 44 al 25%, con il titolo in calo del 20%.

Il 15 marzo 1999 la società annunciò che la percentuale di azionisti americani si era assestata al 25% e che la causa principale fosse da addebitare alla decisione di Standard & Poor di non includere il titolo nell'indice S&P 500. La motivazione di tale esclusione nelle parole di Will Jordan, spokesman della S&P: "*DaimlerChrysler is a German company, it pays taxes in Germany, it's incorporated in Germany*".

Tra le altre difficoltà, il "rimpasto" ³³ al vertice, le accuse di Kerkorian, la crisi della controllata americana Chrysler. Difficoltà dovute soprattutto ai risultati: Chrysler, affetta da problemi strutturali oltre che congiunturali, perdeva 512 milioni di dollari nel terzo trimestre dell'anno 2000 - primo passivo trimestrale in nove anni -.

Anche qui, come accaduto successivamente alla Fiat, si dovette varare un piano di risanamento, con la previsione del taglio di circa 26 mila posti di lavoro e della chiusura di sei impianti, con risparmi del 15% sulla componentistica e un rafforzamento della cooperazione tecnologica tra i vari marchi del gruppo. Crisi che tuttavia dovrebbe, ad oggi, potersi dire in via di risoluzione.

La globalizzazione è causa delle crisi, ma al tempo stesso sembrerebbe fornire le risposte per una loro risoluzione. Si è messo in evidenza come ormai sia pressoché impossibile concorrere nel mercato globale da soli, almeno nel settore automobilistico. Proprio il fatto di non essere da soli, rende possibile risollevarsi dalle crisi. Il modo in cui ciò avviene, è differente a seconda dello strumento giuridico utilizzato per allearsi (fusione o jv per esempio).

³² GERONI A., *La Daimler non convince gli azionisti*, *Il Sole 24 Ore*, 12.04.2001.

³³ VALSANIA M., *DaimlerChrysler ai minimi di borsa. Imminente un rimpasto la vertice*; *Il Sole 24 Ore*, 24.09.1999.

La problematica giuridica comune ai due casi: l'informazione agli azionisti

Oltre al problema dell'inadeguatezza del diritto nazionale di fronte ai nuovi scenari economici (da cui la c.d. global share) e della necessità di regolare meglio la concorrenza (magari con la previsione di un'Autorità sopranazionale ³⁴), il problema dell'informazione, relazionato al fenomeno globale, è parso il più evidente, tanto da meritare qualche altra considerazione.

Resta dimostrato come le vicende in esame abbiano evidenziato quantomeno una scarsità, sia qualitativa che quantitativa, di informazioni per il mercato; ciò, sia per i persistenti *rumors* ³⁵ nella vicenda Fiat-Gm, sia per la presunta *fraud on the market* nel caso DaimlerChrysler.

L'assenza di informazioni chiare, tempestive e trasparenti, sommate alla difficoltà di comprendere o prevedere alcune scelte strategiche che le società compiono, spiegabili solo nell'ottica globale pongono l'azionista-risparmiatore in condizione di non poter esercitare correttamente e ragionevolmente le proprie scelte di investimento.

Quand'anche l'informazione venisse fornita, occorrerebbe che questa fosse conforme per tutti gli investitori dei vari paesi, trattandosi di società multinazionali. Un mercato che voglia essere effettivamente globale dovrebbe consentire ad ogni operatore-investitore di compiere valutazioni e scelte di investimento sulla scorta di una stessa base conoscitiva, onde evitare il fenomeno distorsivo derivante dalle asimmetrie informative.

Se un intervento di carattere globale sembra auspicabile – in tale direzione si muovono IOSCO ³⁶ e le direttive comunitarie in materia – tuttavia anche il diritto nazionale può contribuire ad abbattere le distanze tra i diritti dei vari Paesi, come è stato per il diritto americano sul tema della *disclosure*, nonché per la elaborazione della c.d. *fraud on the market theory*, esempi seguiti dai

³⁴ AMATO G., *Antitrust and the Bounds of Power*, riportato in ELEONOR M. FOX, *Dopo Chicago, dopo Seattle e il dilemma della globalizzazione*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 1.2001. pag. 54 ss.

³⁵ La stampa americana da per imminente il passaggio di Fiat Auto a Gm : a tale proposito cfr. la rivista di settore *Automotive News Europe* del 3.6.2002 (anche su sito internet <http://www.autonewseurope.com>) che in prima pagina titolava *GM is ready to take over Fiat Auto now*.

³⁶ IOSCO su <http://www.Iosco.org>.

legislatori di altri Stati ³⁷. Sicché, ben analizzando, sia pure in presenza di ordinamenti e mercati diversamente strutturati, si potrebbero trovare dei principi comuni, che potrebbero rappresentare la base per la costruzione di un diritto globale.

In questa direzione, anche il diritto italiano, alla luce del recente sviluppo e dibattito giurisprudenziale e dottrinario, sembra armonizzarsi, sviluppare e fare propri dei principi che si ritrovano in altri ordinamenti (europei e americano): si vedano le recenti sentenze in tema di responsabilità civile della Consob ³⁸, nonché la recente costruzione di un' azione civile di responsabilità per danni da non corretta informazione sul mercato, qualificata come extracontrattuale ³⁹. Questi sviluppi dottrinari e giurisprudenziali

³⁷ Anche se oggi, a seguito delle vicende del caso ENRON, il modello americano viene rimesso in discussione. Sulle vicende del caso richiamato in questa nota, vd. STEFANONI-SOTTOCORNOLA, *Se l'etica fa crack anche in Italia*, in *Il Mondo*, 8 febbraio 2002, n.5, pag. 72.

³⁸ VISENTINI G., BERNARDO A., *La responsabilità della Consob per negligenza nell'esercizio dell'attività di vigilanza*, su <http://www.archivioceradi.luiss.it/documenti/>; per un quadro più storico, cfr. PERGOLINI F., *La responsabilità civile della Consob e la tutela dei risparmiatori: analisi e commento della giurisprudenza*, in *Archivio Ceradi*. P. 105-170, 1999. Ancora, *Cass. Civ. 3.32001*, pubbl. in *Le società*, anno XX, maggio 2001, pag 565 ss., con commento di ANELLO P., RIZZINI BISINELLI S..

In una recente pronuncia della Cassazione, trattando della responsabilità della Consob, si chiarisce in modo esplicito che quello dell'investitore, rispetto alla informazione corretta, è un diritto soggettivo. La Corte ha riconosciuto l'applicabilità dell'art. 2043 nei confronti della Consob, nel caso in cui "non eserciti il potere indiscutibilmente attribuitole [...] di esercitare preventivo e successivo controllo sulla completezza e veridicità delle informazioni date dai promotori di una pubblica sottoscrizione, non accerti le evidenti falsità dei dati comunicati [...] e non assuma iniziative di ripristino della verità delle comunicazioni e di impedimento al corso ulteriore della operazione stessa".

La Corte di Cassazione, avendo ravvisato un comportamento colposamente negligente della Consob ed avendo altresì riconosciuto la sussistenza di un nesso causale tra tale comportamento illegittimo – consistente nel mancato esercizio dei poteri di vigilanza attribuiti- ed il danno patito dai sottoscrittori (considerati titolari di "posizioni giuridiche riconducibili a quelle del diritto soggettivo"), riconosce la responsabilità aquiliana della Pubblica Amministrazione.

L'orientamento prevalente riconosceva nell'annullamento il rimedio offerto ai privati nei confronti dei provvedimenti illegittimi posti in essere dalla P.A. e, almeno fino alla sentenza della Cass. 22 luglio 1999 n. 500, limitava il diritto ad ottenere il risarcimento ai soli casi di violazione di diritti soggettivi. Conseguentemente al fatto che la tutela fosse riconosciuta in presenza di un provvedimento da impugnare, la risarcibilità era negata nelle ipotesi in cui l'autorità amministrativa fosse tenuta a svolgere attività di vigilanza caratterizzata da spiccata discrezionalità e assenza di un provvedimento in cui si esplicasse il potere ispettivo.

³⁹ BRUNO S., *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Ed. Scientifiche, Napoli, 2000.

sembrano partire tutti da un assunto comune, riscontrabile e sviluppabile anche in ordinamenti diversi dal nostro, in base al quale, se è vero che la legge prefigura un mercato corretto, l'investitore deve poter fare affidamento su questo in ogni momento. E questo affidamento va tutelato.

Alla luce del diritto vigente, occorre vedere quali soluzioni si offrono ai casi in esame al fine di tutelare l'azionista e quali possano essere le prospettive future.

Alcune riflessioni sulla Fraud on the market theory e sul valore giuridico di alcune dichiarazioni rese da organi societari a riviste, giornali (informazione non tipizzata)

Tale dottrina, richiamata anche nella causa di Kirkorian ⁴⁰, è fondata sul principio che a meritare tutela non sia l'affidamento che l'investitore ripone sulla singola informazione, ma sulla correttezza del prezzo in generale. Non si dovrà dimostrare, da parte dell'attore, di aver fatto affidamento su quella singola informazione (e che pertanto questa debba essere conosciuta) ma su di un mercato corretto, quale voluto dalla legge in materia. Ciò si sostanzia in una agevolazione probatoria, presumendosi, infatti, la rilevanza della omissione o erronea rappresentazione di fatti sensibili: "the omission and misrepresentation were material".

Questi principi sono stati tenuti presenti anche in Italia da parte di quella dottrina che ha elaborato una azione civile extracontrattuale di risarcimento per il danno da non corretta informazione sul mercato finanziario. Premesso che l'informazione a cui in questa sede ci si vuol riferire è quella destinata al mercato e non ai soci (certamente a volte c'è coincidenza tra questa

⁴⁰ Il quale, fatto che suscita più di qualche perplessità, non è stato il solo ad intentare causa per la fusione del 1998: le cronache hanno riportato anche l'azione legale, per gli stessi motivi, intentata dagli avvocati Barman Devalerio & Pease. Cfr., *Per Daimler nuova causa negli Usa*, in *Il Sole 24 Ore*, 06.12.2000; "Lo studio", si legge, "rappresenta tre tipi di investitori: quelli che hanno acquistato azioni del nuovo gruppo tra il 14 novembre 1998 ed il 29 ottobre 2000, quelli che hanno ricevuto i titoli DaimlerChrysler in cambio di Chrysler a seguito della fusione e quelli che avevano in mano titoli Chrysler al 20 luglio 1998, quando è stato votato il progetto di fusione.

Nella stessa settimana in cui Kerkorian intentava la causa da 8 miliardi di dollari, un'altra società tedesca, la Deutsche Telekom, veniva accusata da un gruppo di azionisti americani di aver tenuto nascosta l'intenzione di comprare la rivale VoiceStream. Cfr., ROVEDA D., *D. Telekom, causa Usa per VoiceStream*, in *Il Sole 24 Ore*, 15.12.2000.

e quella, ma per i soci esistono delle tutele particolari e specifiche ⁴¹), le costruzioni fornite, laddove seguite da giurisprudenza costante, fornirebbero una tutela concreta per gli azionisti, soprattutto per casi simili a quelli descritti finora.

Tale dottrina opera un'estensione in via analogica dei principi di trasparenza, previsti espressamente per alcune informazioni tipizzate – informazione periodica, straordinaria, continua - ma suscettibili di applicazione anche per quella informazione non tipizzata, quale quella volontaria. La conseguenza è la possibilità di ravvisare una responsabilità in tutti i casi di informazione, tipizzata o meno.

In primis, ci si chiede cosa debba intendersi per informazione che riguarda il mercato, prendendo lo spunto dall'art.114 c.d. legge Draghi.

La dottrina e la giurisprudenza, nonché le autorità competenti in materia (Consob, cfr. le *Note tecniche*) hanno esteso il concetto di “fatti” price-sensitive di cui all'art. 114 del Testo unico sui mercati finanziari, che “rappresenterebbe una norma di chiusura della disciplina sulla trasparenza, [...] in grado di colmare qualsiasi lacuna normativa in materia”.

Per fatto può intendersi anche un progetto, mere intenzioni o previsioni di operazioni, ancora *in itinere*, purché ci sia un certo grado di ragionevolezza in merito alle possibilità di realizzo ⁴².

Resta comunque fondamentale la verifica in concreto (come prospettato nella celebre sentenza *Basic vs Levison* 485 U.S. 224- 1988 della *Suprema Corte degli Stati Uniti*).

In secondo luogo, ci si chiede quale sia il valore giuridico delle informazioni “atipiche”. In accoglimento dell'estensione analogica di cui sopra, dichiarazioni verbali, rilasciate ad un giornale ad esempio, costituiscono valida base per agire, laddove se ne ravvisi l'inottemperanza ai principi su indicati e vi sia un danno.

Così, la dichiarazione di Schrempp rilasciata al *Financial Times*, ha dato l'input a Kerkorian per proporre azione. Questa considerazione è ancora più importante, ove si rifletta sulle scarse garanzie di affidabilità, per così dire, che

⁴¹ Si pensi all'art. 130 d.lgs. 58/1998. La sua violazione fa sì che possa ritenersi annullabile la delibera assembleare ordinaria (Cass. 11.05.1998 n. 4734, p. 27).

⁴² Cfr., RIGOTTI M., *Informativa societaria in Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI A., SANDULLI M., SANTORO V., Torino, 1999, pag. 622 e ss.

la certificazione e l'informazione tipica – bilanci – sta mostrando proprio in America – casi ENRON e WORLDCOM.

Così pure le dichiarazioni (alcune delle quali riportate in questo lavoro) di smentita della vendita a Gm dei vertici Fiat, rilasciate a riviste e giornali specializzati, potrebbero essere fonte di responsabilità laddove se ne ravvisi la falsità. Certamente, una giustificazione e difesa per tale eventuale responsabilità potrebbe essere rappresentata dal mutamento delle esigenze di mercato, salvo la dimostrazione da parte avversa della sussistenza di colpa o dolo.

Tutte le informazioni riguardanti il mercato sono o potrebbero essere in grado di influenzare il mercato: l'estensione dei requisiti di veridicità e correttezza ad esse appare necessaria.

In più, si sta teorizzando anche in Italia la possibilità di una responsabilità diretta ed indipendente da quella dell'emittente- in applicazione della teoria organica-, da parte degli amministratori, che forniscano dichiarazioni non veritiere al mercato, laddove però ci sia colpa grave o dolo. Ciò utilizzando l'art. 2935 del codice civile.

La responsabilità per informazione non corretta sul mercato finanziario è una responsabilità qualificabile – secondo la suddetta dottrina – come extracontrattuale ⁴³: non sarebbe ravvisabile, infatti, un vero e proprio obbligo, nel senso giuridico del termine. Dall'insieme della disciplina sulle informazioni societarie in Italia si evincerebbe l'impossibilità di individuare le parti del rapporto obbligatorio: l'emittente ha un obbligo di informare sì, ma il mercato nella sua interezza, a prescindere dall'individuazione di soggetti ben determinati o determinabili.

L'azione viene poi costruita sulla base dell'art. 2043 c.c.; in particolare, è interessante la costruzione del nesso di causalità, tale che, ove supportata dalla giurisprudenza, consentirebbe un'opportuna agevolazione - in termini probatori - per l'attore (*alias* l'azionista-risparmiatore). Normalmente si dovrebbe provare la causalità diretta ed immediata tra il danno e l'informazione, quindi la scelta di investimento (o disinvestimento) operata dovrebbe essere stata compiuta sulla base della conoscenza di tale informazione non corretta. Ma, essendo desumibile dall'ordinamento il principio in base al quale il prezzo riflette in ogni momento l'informazione, dovrebbe concludersi che ad un'informazione non corretta corrisponda un

⁴³ Le informazioni sono rivolte *ad incertam personam*.

prezzo non corretto ⁴⁴. Sarà sufficiente la dimostrazione della non correttezza dell'informazione, presumendosi – trattasi di presunzione relativa - la relazione tra questa ed il danno.

La tutela così offerta sarebbe davvero concreta, ove si pensi che nella maggior parte dei casi i piccoli investitori non conoscono le informazioni diffuse, né, qualora le conoscano, sono sempre in grado di valutarle correttamente o comprenderne la correttezza. Essi fanno affidamento al mercato, ai suoi prezzi, formatisi sulla valutazione che pochi hanno fatto delle informazioni diffuse. Resta tuttavia da precisare che questa costruzione del nesso di causalità potrebbe operare soltanto con riferimento a sole scelte di investimento o disinvestimento e con riferimento agli strumenti quotati ⁴⁵.

Il caso Fiat e la disciplina sui *rumors*

L' unica norma positiva riscontrabile in materia di *rumors* è costituita dall'art. 66, comma 7, del regolamento Consob 11971/99.

Si tratta dell'obbligo di informare il pubblico circa la veridicità di informazioni ormai di pubblico dominio, non diffuse ai sensi dell'art. 66 del regolamento, qualora in presenza di esse sul mercato si sia avuta una variazione rilevante dei prezzi, rispetto a quelli ufficiali del giorno precedente.

La variazione di prezzo non deve ovviamente essere una variazione che coinvolga il mercato in generale, ma deve essere non in linea con esso.

Non tutte le informazioni sarebbero rilevanti ai fini della disposizione in esame, ma solo quelle relative alle vicende reddituali e patrimoniali. Per le altre potrà essere mantenuto il riserbo – no comment.

⁴⁴ Tutta la costruzione proposta poggia su un principio cui hanno aderito le legislazioni delle principali economie sviluppate ed in base al quale in assenza di norme obbligatorie le società che offrono prodotti finanziari non sarebbero incentivate a comunicare informazioni al pubblico (c.d. fallimento del mercato). I nostri mercati, data la presenza di una disciplina obbligatoria della trasparenza, risponderebbero al c.d. modello di efficienza semi-forte in cui il prezzo dei prodotti finanziari “incorpora” le informazioni pubbliche in ogni momento. Esisterebbero altresì due modelli: quello forte e quello debole.

⁴⁵ Per i titoli non quotati manca infatti un prezzo di mercato oggettivamente e tempestivamente accertabile. E' chiaro, poi, che la presunzione non potrebbe operare rispetto a scelte di mancato investimento o di mancato disinvestimento.

Si è sottolineato, poi, che, affinché sorga l'obbligo del ripristino, non rileva il fatto che i *rumors* siano falsi: tale obbligo, sorgerebbe comunque ⁴⁶.

Questa, dunque, la disciplina positiva, che sembrerebbe escludere un obbligo di ripristino della correttezza informativa allorché oggetto dei *rumors* siano dati o fatti riconducibili alle c.d. *soft information* ⁴⁷.

Se è vero, però, come messo in evidenza, che dall'interpretazione dell'ordinamento positivo sarebbe ricavabile il principio in base al quale ogni informazione debba soddisfare i requisiti di veridicità, chiarezza, correttezza e completezza, non si capisce perché, in caso di *rumors*, l'intervento correttivo debba limitarsi ai soli dati contabili, quantitativi o consuntivi. Sembrerebbe non errato, invece, estendere l'obbligo di ripristino anche a *rumors* di natura diversa. Ci si riferisce a intenzioni, motivazioni, strategie e progetti dell'emittente.

D'altra parte, è vero che una siffatta interpretazione non lascerebbe alla società una certa area di protezione rispetto a tentativi esterni volti a costringere l'emittente stesso a svelare informazioni ancora riservate.

Tuttavia, ove i *rumors* fossero infondati, se non si accettasse un siffatto obbligo, non si capirebbe perché si dovrebbe permettere alla società di trarre vantaggio da tale situazione- la variazione del prezzo potrebbe anche essere al rialzo-. Tanto più che la riservatezza della società viene messa in secondo piano dallo stesso ordinamento positivo (il ruolo delle società emittenti sembrerebbe essere diventato quello di essere arbitri imparziali rispetto al mercato, sacrificando il tradizionale concetto di società di cui al codice civile), allorché esso non appresta alcuno strumento o possibilità di mantenere il riserbo, ogni qual volta si corre il rischio di "indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali".

Tra l'altro, l'intervento ripristinatorio dell'emittente dovrebbe avvenire nel momento in cui si verifichi una variazione rilevante sull'andamento del prezzo di mercato rispetto al giorno precedente a quello in cui si rilevano dei *rumors*. Trattasi quindi di un intervento *ex post*, anziché *ex ante*, cioè come avviene nel caso di informazione continua

⁴⁶ ANNUNZIATA F., *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, I, p. 408.

⁴⁷ Con tale termine la dottrina americana, seguita anche dalla nostra, indica quelle informazioni afferenti a previsioni, proiezioni finanziarie, motivazioni e finalità, in contrapposizione a dati storici e contabili, che costituiscono, invece, la c.d. *hard information*.

Una ricostruzione che estenda l'intervento dell'emittente non sembra impossibile. L'obiezione secondo la quale la diffusione di dati previsionali è prevista in separata sede, e cioè all'art. 68 dello stesso regolamento, non sembra sufficiente.

Il rischio potrebbe essere quello di un mercato in cui, esistendo un obbligo di ripristino, circolino sempre più *rumors*, che la società dovrebbe curare di seguire e tenere d'occhio. Quando, invece, basterebbe una buona e tempestiva informazione continua a far considerare, automaticamente, le "voci" infondate.

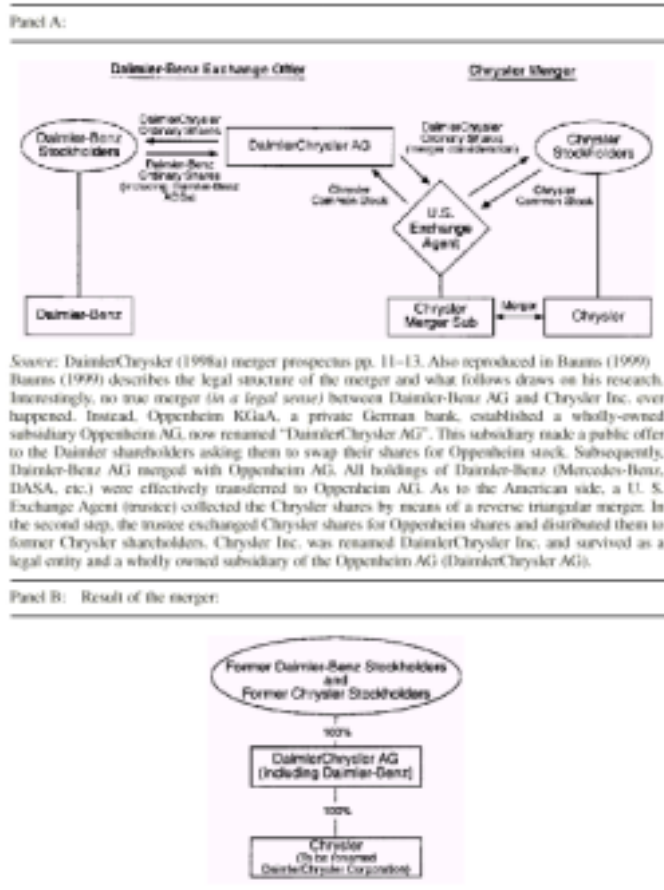
Con un'interpretazione più "aperta", in cambio, si porrebbe il mercato nella condizione di "interrogare" l'emittente e di ricevere informazioni, la cui diffusione tuttavia sembra essere ancora nella sua disponibilità.

La soluzione comunque più opportuna, alla luce del diritto positivo vigente, sembra essere quella di fornire una informazione- soprattutto continua- valida, costante e corretta, in modo da creare, coi fatti, sfiducia nelle depistanti voci di mercato; e, in secondo luogo, favorire e vigilare sulla diffusione di tali informazioni. In questo modo, le reali intenzioni, motivazioni, intenzioni e strategie della società potrebbero non sembrare più imperscrutabili.

A giusta ragione è stato detto che non si tratta di aumentare gli obblighi, ma far rispettare quelli che già esistono.

Si ricordi, infine, che le dichiarazioni di smentita dei *rumors* potrebbero essere fonte di responsabilità per l'emittente, in base a quanto illustrato nelle pagine precedenti.

Table 8. A Graphic Illustration of the Legal Structure of the Merger.



Source: DaimlerChrysler (1998a) merger prospectus pp. 11-13. Also reproduced in Baams (1999)

During the course of (merger) discussions, representatives of Chrysler stated that it was important to Chrysler that any potential transaction maximize value for its stockholders, that it be tax-free to Chrysler's U.S. stockholders and tax efficient for DaimlerChrysler AG, that it have the post-merger governance structure of a "merger-of-equals," that it have the optimal ability to be accounted for as a pooling-of-interests, that it result in the combination of the respective businesses of Daimler-Benz and Chrysler into one public company.

Table 2. Chronology of the DaimlerChrysler Merger.

January 12, 1998	Jürgen E. Schrempp, Chairman of the Daimler-Benz Management Board, in U. S. for North American International Auto Show in Detroit, visits Robert J. Eaton, Chairman and Chief Executive Officer of Chrysler Corporation, to suggest discussion of possible merger.
February 12-18, 1998	Initial discussions on possible merger within small group of representatives and advisers from both companies.
March 2, 1998	Robert J. Eaton and Jürgen E. Schrempp meet in Lausanne, Switzerland to discuss governance and business organization structures for a possible merger.
March-April, 1998	Working teams prepare possible business combination in detail.
April 23-May 6, 1998	Working teams negotiate business combination agreement and related documentation.
May 6, 1998	Merger agreement signed in London.
May 7, 1998	Merger agreement announced worldwide: Daimler-Benz and Chrysler combine to form the world's leading automotive, transportation and services company.
May 14, 1998	Daimler-Benz Supervisory Board agrees to merger.
June 18, 1998	Daimler-Benz management team visits Auburn Hills.
June 25, 1998	Chrysler management team visits Stuttgart.
July 23, 1998	European Commission approves merger.
July 31, 1998	Federal Trade Commission approves merger.
August 6, 1998	Announcement that DaimlerChrysler shares will trade as "global stock" rather than American Depositary Receipts (ADRs).
August 6, 1998	Daimler-Benz and Chrysler mail Proxy Statement/Prospectus to shareholders.
August 27, 1998	Daimler-Benz and Chrysler management teams meet in Greenbrier, West Virginia to discuss post-merger plans.
September 18, 1998	Chrysler shareholders approve merger with 97.5% approval.
September 18, 1998	Daimler-Benz shareholders approve merger with 99.9% approval.
November 6, 1998	Chrysler issues 23.5 million shares to corporate pension plan to qualify for pooling-of-interests accounting treatment.
November 9, 1998	Daimler-Benz receives 98% of stock in exchange offer.
November 12, 1998	DaimlerChrysler merger transaction closes.
November 17, 1998	Day One: DaimlerChrysler stock begins trading on stock exchanges worldwide under symbol DCX.

Source: DaimlerChrysler (1998a), Merger Prospectus.