



Facoltà di Economia – Cattedra di Finanza Internazionale

***Delisting: analisi del fenomeno
e casi pratici***

RELATORE

Prof. Enrico Maria Cervellati

CANDIDATO

Cesare Zotti mat. 132511

PARTE PRIMA: ASPETTI TEORICI DEL FENOMENO

INTRODUZIONE

VANTAGGI DELLA QUOTAZIONE IN BORSA

PRINCIPALI CAUSE E MODALITÀ DI DELISTING

BOLLE SPECULATIVE E QUOTAZIONI

PARTE SECONDA: ANALISI DI CASI PRATICI

IL CASO CREMONINI

IL CASO MARAZZI

IL CASO LAVORWASH

IL CASO DUCATI

APPENDICE

BIBLIOGRAFIA

Parte prima: aspetti teorici del fenomeno

Introduzione

La parola *delisting* indica la rimozione di un titolo da un mercato azionario: esso cesserà di essere negoziato in borsa.

La revoca di un titolo può avvenire per decisione di Borsa Italiana o per scelta autonoma della società. Nel primo caso, Borsa Italiana potrà disporre la sospensione di uno strumento finanziario per tutelare gli investitori, se la regolarità degli scambi non è garantita, oppure richiederne la revoca per mancanza di negoziazione o per altre circostanze particolari¹.

La revoca della quotazione è prevista anche nel caso di OPA residuale obbligatoria o nel caso di esercizio del diritto di acquisto da parte di chi detiene più del 98% della società poiché non vi sarebbe più flottante sul mercato.

La revoca è infine inevitabile nel caso di fusione di due o più società, qualora ci sia una incorporazione.

Vantaggi della quotazione in borsa

Dal punto di vista dell'azienda la quotazione in borsa ha diversi vantaggi. Primo fra tutti la possibilità di raccogliere capitale in misura maggiore di

¹ Dal regolamento di Borsa Italiana in vigore dal 3/3/08, art. 2.5.1:

«Borsa Italiana può disporre:

- a) la sospensione dalla quotazione di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori;*
- b) la revoca dalla quotazione di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento. »*

quanto non sarebbe stato possibile facendo affidamento solo sul credito bancario. Inoltre l'accesso a un mercato azionario comporta determinati obblighi di trasparenza che migliorano l'immagine dell'azienda facendole ottenere finanziamenti a un costo minore (migliora il c.d. *credit standing*).

Altro vantaggio inerente alla raccolta di capitale è la possibilità di emettere azioni di risparmio², raccogliendo così capitale senza il rischio di perdere il controllo della società.

Infine, quotandosi in borsa, sarà possibile avviare piani di *stock options* per incentivare il management e i dipendenti.

Dal punto di vista degli azionisti, il fatto che le azioni di cui sono possessori siano scambiate su un mercato regolamentato, è garanzia di una sorta di controllo indiretto sulla regolarità della gestione esercitato dal mercato e dalla Borsa stessa. Inoltre diventerà certamente più facile reperire informazioni puntuali sull'andamento della società.

Da non sottovalutare, infine, la maggiore liquidità che assume il titolo quotato, il che certamente costituisce un valore aggiunto per l'azionista.

Da quanto detto sembrerebbe emergere che la quotazione in borsa non porti altro che vantaggi sia alla società che agli azionisti.

Le osservazioni fatte, pur essendo valide per imprese di grandi dimensioni, potrebbero essere meno scontate per le PMI.

Affrontare una quotazione in borsa comporta dei costi non indifferenti: commissioni della banca che si occupa della IPO, commissioni da corrispondere alla Borsa (sia per l'ingresso, sia annuali), consulenze varie e assistenza legale prima dell'ingresso nel mercato. Anche "rimanere" quotati

² Art. 145 Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, come modificato dal D. Lgs. 19 novembre 2007 n. 229).

ha un prezzo: sarà necessario avvalersi di una società di revisione contabile, se non lo si faceva già³ e assolvere a degli obblighi informativi.

Le PMI, inoltre, potrebbero beneficiare in maniera decisamente esigua della possibilità di avviare piani di stock options, di fare fusioni e acquisizioni più facilmente, o di un sistema di management ampliato e più strutturato, risentendo anzi della nuova struttura dell'azienda che risulta – in relazione alle loro necessità - rigida e macchinosa.

Principali cause e modalità di delisting

Trascurando il caso in cui è la Borsa a imporre il delisting per le cause già citate, le aziende escono dal mercato regolamentato a seguito di un *buyout* o a seguito di una decisione dei soci di maggioranza per motivi strategici.

Con il termine *buyout* si intende una operazione di acquisto della società con conseguente cambio degli azionisti di controllo. La nuova maggioranza spesso si indebita per acquistare le azioni necessarie e poi ripaga il debito con quanto ricavato dall'operazione (*leveraged buyout*). Il nuovo gruppo di controllo potrebbe portare la neo-acquisita fuori dal mercato per integrarla nella propria attività (es. Nike acquista Dupont e la fa uscire dal mercato per realizzare una integrazione verticale: non c'è ragione di mantenere Dupont sul mercato).

E' possibile che sia l'attuale maggioranza a promuovere l'azione di delisting. In questo caso la finalità potrebbe essere quella di far entrare nel capitale dell'azienda un fondo di *private equity*. Questo tipo di investitori generalmente acquista azioni di una azienda quotata, la fa uscire dal mercato

³ Le società quotate e le S.p.A. che fanno ricorso al capitale di rischio sono obbligate ad affidare il controllo contabile ad una società di revisione esterna, mentre nel caso di S.p.A. non facente ricorso al capitale di rischio questo compito può essere espletato dal collegio sindacale (artt. 156-165 TUF e 2409-bis-2409-septies cod.civ.).

e la ristrutturazione. Infine quota nuovamente l'azienda e rivende le azioni in suo possesso ottenendo così notevoli guadagni in conto capitale.

Alternativamente la società revoca la propria quotazione perché essa non ha portato i benefici sperati o addirittura è fonte di problemi.

Il primo fattore che porta al mancato raggiungimento degli obiettivi sperati è senza dubbio la sottovalutazione da parte del mercato. Le azioni della società potrebbero essere sistematicamente sottovalutate rispetto al prezzo corretto stimato dal management, per motivi spesso riconducibili alle dimensioni dell'impresa. Una impresa piccola infatti avrà una quantità limitata di flottante il che la renderà meno liquida, meno trattabile: ovviamente gli investitori che hanno necessità di liquidare i propri *assets* in tempi brevi orienteranno altrove le proprie scelte. E' inoltre verosimile ipotizzare che, essendoci in circolazione un numero esiguo di azioni, basti la decisione di vendere (comprare) il titolo di un soggetto economico a causare il crollo (impennata) del valore dell'azione. Ciò aumenta ovviamente la variabilità del titolo. Vale la pena considerare anche il fatto che le imprese più piccole riceveranno una minore copertura informativa da parte degli analisti poiché ovviamente ci sono meno soggetti interessati a tali notizie. Ciò si traduce in un maggiore rischio percepito da chi volesse investire in tali titoli, o comunque costituisce un deterrente all'acquisto.

Il mercato può sottovalutare la società anche in funzione della politica dei dividendi adottata. Generalmente i piccoli azionisti si aspettano una remunerazione costante del capitale di rischio, il che è incompatibile con una eventuale strategia di crescita dell'azienda - che richiederebbe la ritenzione degli utili: da qui una valutazione sfavorevole del mercato.

In genere il mercato valuta negativamente l'indebitamento oltre una certa soglia. Imprese che già sono in una situazione di *underpricing* eviteranno di

indebitarsi ulteriormente per non rincarare la svalutazione delle proprie azioni, rinunciando però così a sfruttare l'effetto leva finanziaria⁴.

Secondo la teoria dell'*hot market – cold market* le IPO tendono ad aumentare nei periodi di mercato al rialzo e si riducono nei periodi di ribasso⁵. Le aziende potrebbero essere portate a quotarsi in periodi favorevoli per poi rendersi conto che è conveniente ritirarsi nel momento in cui il mercato non è più in crescita. Chiaramente una manovra del genere porta benefici alla società, che sostanzialmente ha racimolato capitale a sconto, e danneggia gli azionisti, che hanno probabilmente pagato un prezzo giusto per il titolo, ma si trovano a doverlo vendere ad un valore inferiore.

Generalmente un delisting implica anche una OPA lanciata dai soci di maggioranza al fine di racimolare tutto il flottante sul mercato.

⁴ Secondo il teorema di Modigliani-Miller (Modigliani F., Miller M., 1958) se si è in grado di ottenere un rendimento maggiore del costo del debito, indebitarsi aumenta il rendimento dell'equity. Formalmente: $ROE = (ROI + ((ROI - i) * Leva)) * (1 - t)$, con i costo del debito, t aliquota di imposta. La leva finanziaria è la percentuale del debito rispetto alle fonti di finanziamento dell'impresa ($Leva = \text{Debiti} / (\text{Debiti} + \text{Equity})$).

⁵ Vedi: Kangmao, W. *Hot and cold market cycle and IPO performance: theory and evidence*.

Helwege, G. e Liang, N. (1995). *Initial public offerings in hot and cold markets*.

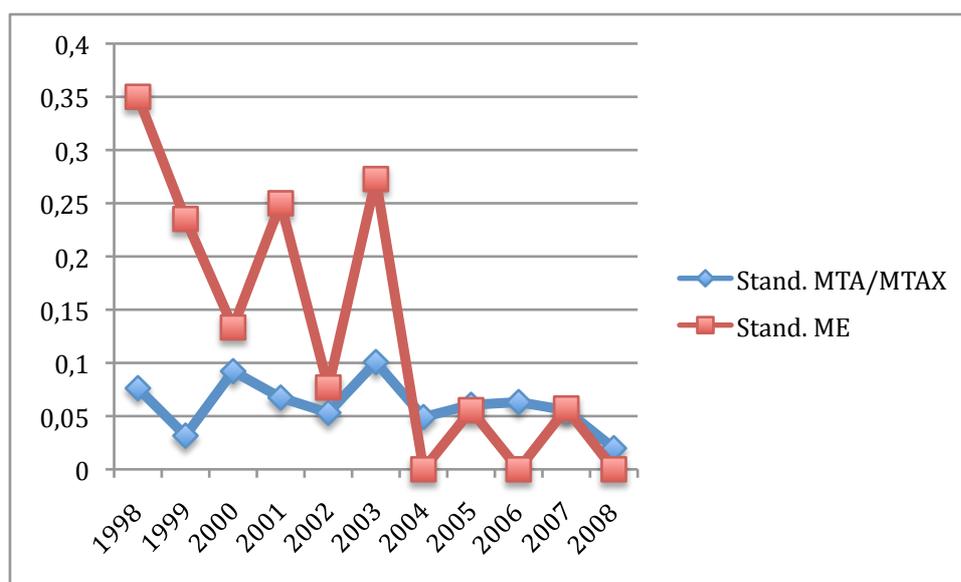


Figura 1 - Andamento del numero delle società delistate dal '98 al '08.

Dal grafico (Figura 1, vedi Tabella 1 in appendice per i dati) si ha un'idea dell'evoluzione del fenomeno nel listino MTA/MTAX ed Expandi (i dati sono stati standardizzati dunque le curve riflettono il numero di ritiri in percentuale e non in valore assoluto).

Bolle speculative e quotazioni

Una bolla speculativa è una fase di un mercato durante la quale la domanda per un certo tipo di beni cresce rapidamente e ingiustificatamente facendo aumentare a dismisura il prezzo di questi ultimi.

Il ciclo si autoalimenta in quanto la domanda crescente continua ad alzare il prezzo, facendo supporre che le previsioni fatte fossero corrette e spingendo ulteriormente ad investire in quella che sembra una “macchina da soldi”. A ciò si aggiunga che spesso gli acquirenti si indebitano pur di investire, spingendo così verso l'alto i tassi di interesse.

Con la stessa velocità con cui si gonfia, la bolla esplose: per qualche ragione improvvisamente gli operatori si rendono conto che i titoli in loro possesso sono sovrastimati e cominciano a vendere. L'eccesso di offerta

causa un rapido deprezzamento che stimola ancora di più le vendite riportando il valore dei titoli al livello iniziale.

La prima bolla speculativa si verificò tra la fine del 1500 e l'inizio del 1600 in Olanda (Bolla dei Tulipani), seguirono la *South Sea Bubble*, la Crisi del '29 e - per venire ai giorni nostri - la bolla della New Economy.

A partire dagli anni novanta il rapido sviluppo di internet e delle nuove tecnologie portò moltissime aziende ad investire in questo settore, forti anche del trattamento positivo che riservava loro il mercato. Le cosiddette *dot com* venivano fortemente sovrastimate, emblematici in Italia i casi di Seat Pagine Gialle e Tiscali: quest'ultima, quotata a novembre '99, nel marzo 2000 aveva un prezzo pari a 26 volte quello di collocamento.

Il crollo del NASDAQ (l'indice statunitense sui titoli high tech) nei primi mesi del 2000 ha sancito lo scoppio della bolla speculativa e l'inizio della vertiginosa discesa delle quotazioni.

Chiaramente è in questi momenti di crollo che si concentrano un grande numero di uscite dal mercato.

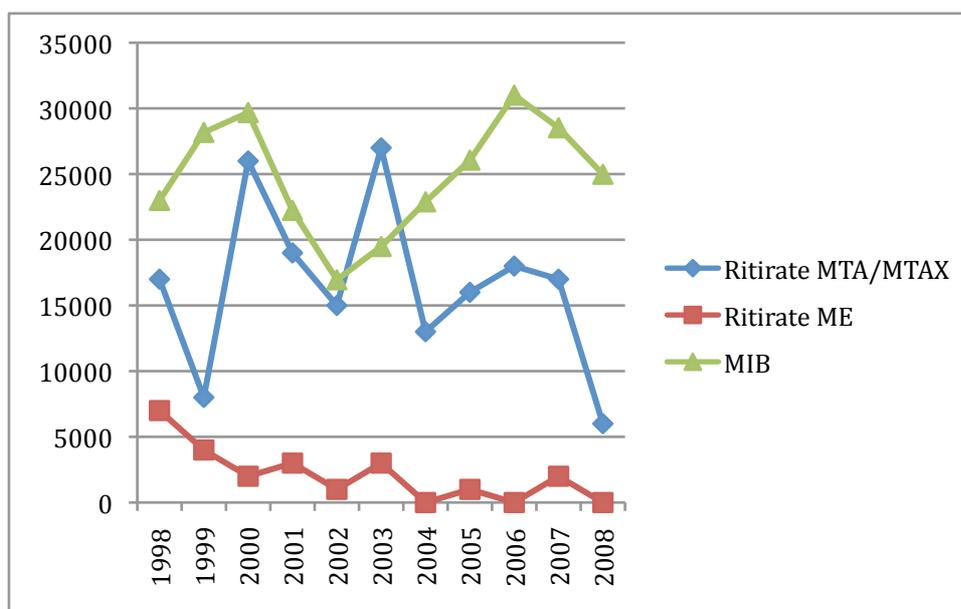


Figura 2 - Andamento dell'indice MIB e del numero di società ritirate a confronto.

Dalla Figura 2 (vedi Tabella 2 in appendice per i dati) risulta chiaramente che uno tra i maggiori picchi nel numero di società che hanno rinunciato alla quotazione si è avuto a seguito dello scoppio della bolla nel 2000.

Parte seconda: analisi di casi pratici

Il caso Cremonini

Il 31 marzo 2008, come – vedremo più avanti – aveva da poco fatto Ducati, la famiglia Cremonini lancia un'OPA per ritirare la capogruppo dal listino. Con un'offerta di 3 € ad azione gli azionisti di maggioranza offrono un premio di circa il 22% sulla media del titolo nei venti giorni precedenti. Tale prezzo, come dichiarano gli analisti di Euromobiliare l'11 giugno 2008, è *fair*: consigliano, infatti, di aderire all'OPA.

Dal grafico delle quotazioni (Figura 3), osserviamo come – banalmente – dopo l'offerta il prezzo si stabilizza sotto i 3 € e come, cosa un po' meno scontata, si è probabilmente assistito ad una fuga di notizie. E' evidente, infatti, che circa una settimana prima che l'OPA fosse annunciata, il titolo inizia inspiegabilmente a salire, quando si trovava da venti giorni pressoché immobile sulla soglia dei 2,5 €.

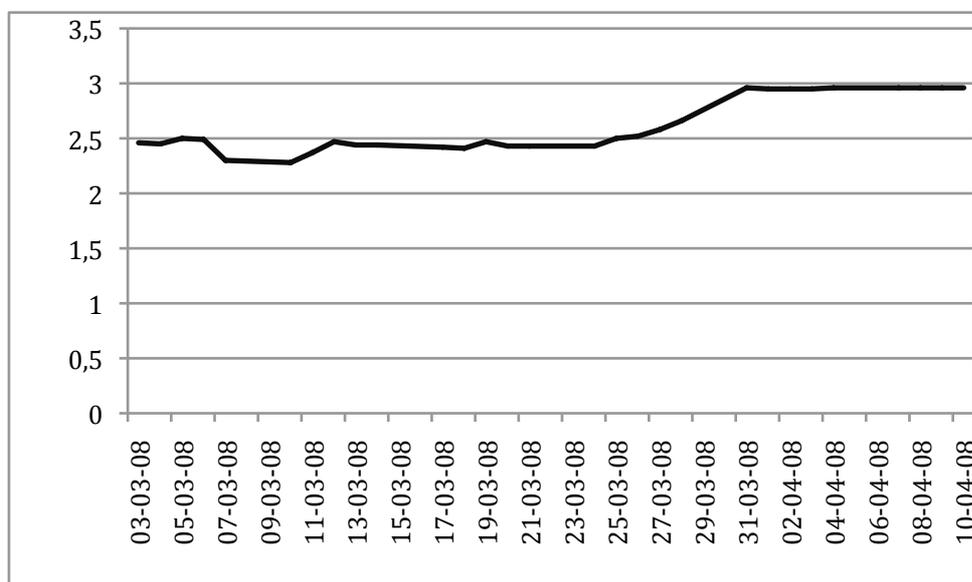


Figura 3 - Andamento del titolo Cremonini prima e dopo il lancio dell'OPA (fonte: *finance.yahoo.com*).

Cremonini è uno dei più importanti operatori alimentari europei e le varie società che compongono il gruppo, divise per settori di attività, fanno capo alla compagnia che sta per abbandonare il listino. Cremonini, da holding industriale, si stava trasformando in una «cassaforte di partecipazioni» (Restelli 2008), anche a seguito di una *joint venture* con la società brasiliana Jbs e della quotazione di Marr S.p.A., una delle controllate facenti capo al settore distribuzione. Come ribadisce anche Vincenzo Cremonini, amministratore delegato, «[...] sul mercato ci devono stare società industriali e ora Cremonini è diventata più simile ad una holding» (Molinengo 18/6/2008).

A detta di Luigi Cremonini, però, l'abbandono di Piazza Affari da parte del gruppo alimentare sarebbe solo temporaneo. Il manager ha spiegato in una intervista (Molinengo 9/6/2008) di volersi concentrare maggiormente sulla ristorazione, in particolare su *RoadHouse grill*, la catena di *steak house*. Essendo già presenti in Borsa con Marr, continua Cremonini, «la holding rischiava di creare troppa confusione».

Il caso Marazzi

Marazzi S.p.A. è un'azienda di prodotti ceramici con sede a Sassuolo (MO) attiva già dal 1935. Dagli anni '80 la società comincia a svilupparsi a livello internazionale fino a sentire la necessità, tra il 2005 e il 2006 di quotarsi in Borsa per crescere ulteriormente ed espandersi nei paesi dell'est.

Per avere un'idea delle plusvalenze registrate con l'operazione si pensi che nel giugno 2005 l'a.d. e presidente Michele Preda ha acquistato il 2% del capitale sociale a 2,89 € ad azione, quando le stesse azioni sono state collocate sul mercato a ben 10,25. Sempre prima dell'ingresso in borsa sono state assegnate azioni rappresentanti il 2,6% del capitale a manager della società ad un prezzo di 4,61 €. Infine i soci di maggioranza hanno sottoscritto opzioni *call* con manager delle società estere con le quali venderanno a 3,76 € (Fonte: *Milano Finanza*, 16 maggio 2008). Questi dati,

per quanto non esaurienti, possono dare un'idea di massima del valore effettivo del titolo.

Nonostante il forte sovrapprezzo richiesto agli investitori, il 1 febbraio 2006, a poco più di due settimane dal lancio in borsa, gli analisti di ING suggerivano di sottoscrivere arrivando a pagare anche 11,25 €. Il 31 gennaio, Marco Baccaglio, analista presso Cheuvreux Italy, manifesta un'opinione completamente opposta: il titolo è troppo costoso. I principali pericoli derivano dal fatto che la metà della crescita nell'anno precedente è stata alimentata dal mercato russo, il quale non si ritiene possa continuare a crescere allo stesso ritmo. A ciò si aggiunga che il settore delle ceramiche è ciclico e che si teme la concorrenza dei paesi "a basso costo".

A distanza di due anni e tre mesi (14 maggio 2008), la famiglia Marazzi lancia un'OPA sul flottante a 7,15 €, con un premio rispetto alla chiusura del giorno prima del 14%, ma al 30% in meno del prezzo di IPO. Le motivazioni addotte dal management sono che la società dovrà compiere investimenti e diversificare, operazioni che - oltre a richiedere una maggiore flessibilità gestionale - sicuramente non avranno impatti positivi sui guadagni di breve periodo, cosa che verrebbe sicuramente penalizzata dal mercato.

Aldilà delle ragioni esternate dai vertici della Marazzi, certamente tutte valide, è difficile ignorare il sospetto di trovarsi di fronte ad un'operazione finalizzata anche a sfruttare il *trend* positivo del mercato (si veda in proposito l'andamento dell'indice MIBtel in Figura 4) per ottenere guadagni in conto capitale, ritirando il titolo in un momento di ribasso. Tale ipotesi è rafforzata anche dalla brevissima permanenza della società nei listini: meno di tre anni.

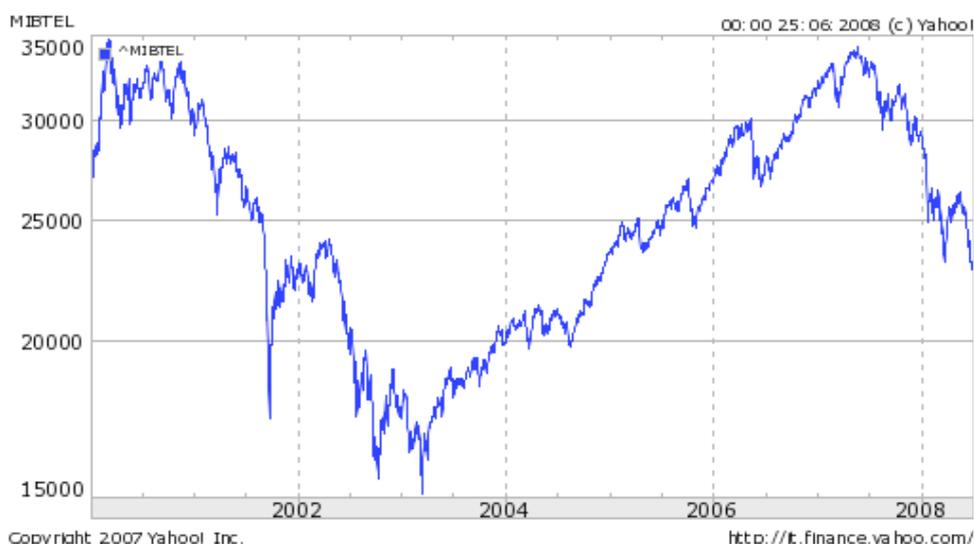


Figura 4 - Andamento dell'indice MIBtel. Fonte: *finance.yahoo.com*

Il caso Lavorwash

Lavorwash è un'azienda italiana produttrice di idropulitrici, aspirapolvere ed altri macchinari per la pulizia, sia professionali che per uso domestico.

Nel 2000 la società si quotò in borsa al prezzo di 6,2 € emettendo contemporaneamente 3,3 milioni di nuove azioni. Il 26 maggio 2008 gli azionisti di maggioranza (Zenith S.p.A. e Luigi Migliari) lanciano un'OPA sulle azioni in circolazione ad 1,83 € ad azione.

La scelta di un'offerta così bassa è stata molto discussa: il prezzo offerto comporta una valutazione dell'azienda di 25 milioni di euro, contro i 35.713.000 € di patrimonio netto riportati nel bilancio 2007. Senza contare che l'azienda possiede diversi terreni e immobili (fonte: *FTA Online News*) che sono iscritti in bilancio ad un valore nettamente inferiore a quello di mercato.

In questo caso in particolare - ma le considerazioni che seguono sono valide per tutte le OPA - gli azionisti che non ritengono il prezzo dell'offerta conveniente, o non vogliono cedere le proprie azioni per altri motivi, si vedono quasi costretti a farlo poiché il titolo diventerà poco negoziabile in futuro. E' prassi comune che, nel tentativo di stimolare il maggior numero

di piccoli azionisti ad aderire, magari per raggiungere la quota necessaria ad esercitare il diritto di *squeeze out*, i promotori dell'offerta consiglino di vendere, enfatizzando il fatto che il titolo in seguito diventerà molto più difficile da liquidare.

E' questo uno dei casi, come accennato in precedenza, in cui chi possedeva le azioni prima della IPO (o comunque la società in generale) guadagna dalla sequenza di operazioni messe in atto, a spese di chi ha aderito all'offerta iniziale e poi si è trovato a dover vendere a molto meno.

Anche questa volta alla base della decisione di abbandonare Piazza Affari ci sono considerazioni di carattere strategico: come riporta un approfondimento a cura di IR Top (società italiana di *investor relations*), negli ultimi esercizi l'azienda ha risentito della crescente concorrenza, specialmente nel settore hobbistico. «Al momento la Società ritiene che lo status di società quotata in un mercato regolamentato non abbia più i caratteri di funzionalità rispetto alle politiche gestionali che intende perseguire⁶».

⁶ Estratto dell'articolo: *Lanciata un'opa per il delisting di Lavorwash*, (n.d.), pubblicato su *irtop.it*.

Il caso Ducati

Ducati Motor Holding S.p.A. (da qui in poi semplicemente Ducati) si è quotata nel '99 e a distanza di poco meno di dieci anni ha iniziato le operazioni per ritirarsi dal mercato. Cercheremo ora di ripercorrere i momenti salienti di questo processo per comprenderne le motivazioni.

Il 22 marzo 1999 Ducati lancia una OPVS⁷ di 90.200.000 azioni⁸ (valore nominale 1000 LIT, 0,5164 € circa) al prezzo di 2,90 €. Delle azioni in vendita 17 milioni derivavano da un aumento di capitale (un aumento di capitale nominale dunque di 8.778.800 € più un sovrapprezzo azioni di 40.521.200 € per un totale di 49.300.000 €). Era prevista inoltre una opzione *greenshoe*⁹ pari al 15% delle azioni collocate che se esercitata avrebbe portato il numero delle azioni in circolazione a 103.730.000.

⁷ Con una IPO (*Initial Public Offer*) una azienda vende le proprie azioni sul mercato e si quota in borsa. Durante questa operazione possono essere messe in vendita quote di capitale già esistenti (OPV), quindi cedute dagli azionisti, o si può procedere ad un aumento di capitale (OPS) – più frequentemente si verificano entrambi le circostanze (OPVS). Generalmente una banca sottoscrittrice funge da intermediario offrendo consulenza, selezionando gli acquirenti e promuovendo la vendita delle azioni stesse durante il c.d. *road show*. La banca può acquistare le azioni per poi rivenderle al pubblico, assumendosi così un rischio, o fungere solamente da intermediario.

⁸ Fonte: www.ducati.com

⁹ Una opzione *greenshoe* consente ai sottoscrittori di acquistare azioni dalla società al prezzo di sottoscrizione entro un limite fissato di tempo e quantità. Questo genere di accordi dovrebbe servire a stabilizzare il prezzo dell'azione sul mercato subito dopo la quotazione. La banca vende le azioni oggetto dell'opzione allo scoperto: se il prezzo scende sotto quello di offerta, la banca compra le azioni da “consegnare” sul mercato spingendo il prezzo verso l'alto. Se il prezzo è superiore a quello dell'opzione, la banca esercita la *greenshoe* aumentando le azioni in circolazione e abbassando il prezzo.

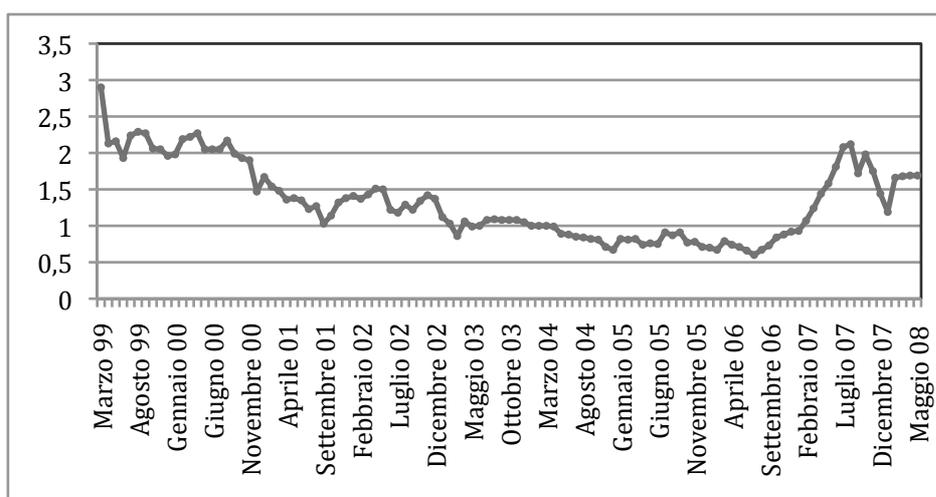


Figura 5 - Andamento del titolo ducati dalla quotazione al maggio 08

Nel grafico è mostrato l'andamento del titolo in un arco temporale di poco meno di 10 anni (vedi Tabella 3 in appendice per i dati).

In un report di UniCredito Italiano del 2 dicembre 1999¹⁰ si legge che a quella data il titolo era quotato a 2,68 € e veniva valutato come *outperformer* (dunque leggermente sottostimato e destinato a salire).

L'8 marzo 2000 un report di Intermont Securities sancisce: «Company value fully reflected in the price», il giudizio è dunque *neutral* con un prezzo sul mercato di 3 €. Il 17 novembre Intermont Securities ritiene ancora il titolo sottostimato, attribuendo la discesa del prezzo a fattori contingenti che l'azienda ha dovuto fronteggiare: viene dichiarato un target price a 12 mesi di 3,20 € contro un prezzo di mercato di 2,60.

La caduta del titolo da settembre – ottobre 2000 è probabilmente da attribuirsi alle conseguenze dell'11 settembre e più precisamente all'incremento del prezzo del petrolio e dunque della benzina, come evidenziato nel grafico (Figura 6).

¹⁰ Fonte: www.borsaitaliana.it

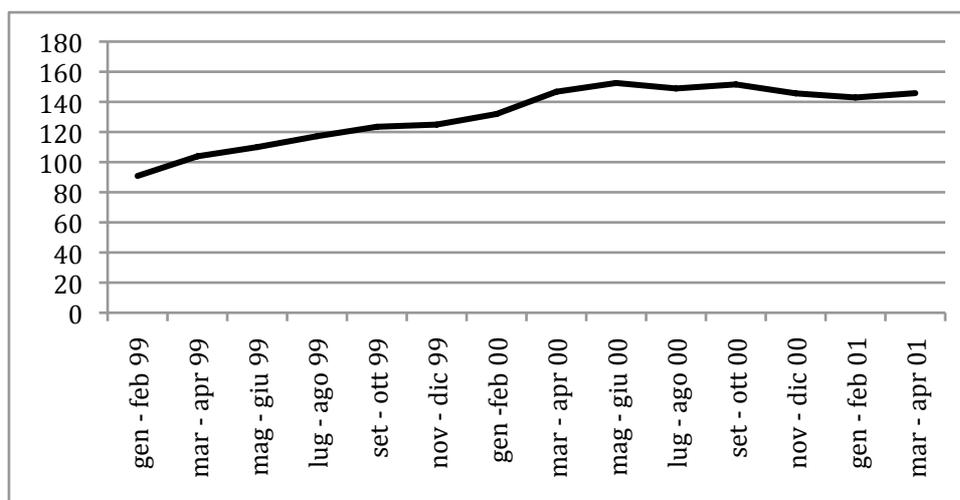


Figura 6 - Prezzo della benzina al dettaglio in centesimi di dollaro per gallone) - dati riadattati da www.eia.doe.gov

Il 3 aprile 03 il titolo è quotato a 1,14 € contro un *target price* di 1,25 € stimato da Santander. Cinque giorni dopo Banca Akros pubblica delle stime ancora più pessimistiche: il titolo dovrebbe scendere a 1 € nell'arco di 6/12 mesi.

Dal grafico (Figura 5) osserviamo una relativa stabilità fino al secondo quarto del 2006.

Il 27 febbraio 2006 il prezzo è sotto la soglia dell'euro, UniCredit, in considerazione anche del momento negativo per tutto il settore (motociclistico e accessori), sintetizza il suo giudizio in *reduce*: «[...] any profitability improvement has clearly been delayed. ».

Il 5 maggio 2006 il prezzo è ancora inferiore a un euro ma segnali positivi arrivano dal management: viene annunciato un programma di riduzione dei costi e di miglioramento dell'efficienza, inoltre è in programma il lancio di nuovi modelli di alta gamma. La compagnia si aspetta inoltre di migliorare la qualità dei componenti e di beneficiare dell'approvvigionamento presso paesi "a basso costo". E' sempre la stessa UniCredit a prevedere nei due anni a venire un aumento sensibile di ROE ed EBITDA.

Alla fine del 2006 Antonio Vizzari e Serge Escudé, analisti presso UniCredit consigliano di acquistare: come loro stessi dicono i multipli non hanno grosso significato nel medio termine in una ristrutturazione come quella intrapresa da Ducati. Le aspettative sono dunque positive: ci si attende un ulteriore miglioramento dei margini, tanto da prevedere un prezzo di 1,1 € contro gli 87 centesimi a cui attualmente il mercato scambia il titolo. Il trend positivo per ducati continua. Il maggiore errore commesso dalla società nel periodo precedente è stato non investire a sufficienza e fare eccessivo affidamento sui vecchi modelli, profittabili, ma, per l'appunto, desueti - osservano a posteriori gli analisti di Citigroup nel gennaio '08.

Parere simile era stato espresso nel novembre 2006 da Kevin M. Kelly in un articolo pubblicato su *Automotive Design & Production*: «*Although the Italian bike maker was given up for dead by some, new track-inspired designs and innovative engineering has put the company securely back on track*». Il punto su cui far leva, concordano l'autore e Claudio Domenicali, direttore del reparto Corse e responsabile per lo sviluppo, è l'innovazione, la qualità del prodotto e l'orientamento al cliente.

Le previsioni di Mediobanca a fine gennaio sono ancora positive: ci si attende un ulteriore aumento di prezzo fino a 1,90 € contro l'1,20 € attuale.

Nonostante sia gli analisti sia il grande pubblico prendono atto delle trasformazioni in corso in Ducati a partire dalla metà del 2006, va segnalato come già dal maggio 2004 era operativa Ducati Consulting, una società separata, nata dalle esperienze maturate sino allora. Filosofia di fondo era ed è l'utilizzo di una *lean supply-chain*, una catena di fornitura ridotta al minimo, per minimizzare gli sforzi finanziari. Tale filosofia riprende in pieno il sistema di produzione del *Just In Time*, a cui si aggiunge la scelta strategica di dare in *outsourcing* i processi a minor valore aggiunto. I risultati di queste scelte (Fonte: *Journal of the Institute of Logistic & Transport*, novembre 2005) sono costi di produzione ridotti di oltre un

quarto, tempi di produzione dimezzati e qualità costruttiva aumentata del 70%.

E' in questo scenario che, il 19 febbraio viene lanciata una OPA totalitaria su Ducati al prezzo di 1,70 € ad azione.

Rispetto al prezzo di chiusura di 1,40 € del giorno precedente l'OPA offre un premio di poco più del 21% e di quasi il 30% sulla media degli ultimi tre mesi. L'operazione, guidata da Hospital of Ontario Pension Fund, Investindustrial e Bs Investimenti, attraverso un società creata appositamente (Bidco), è stata lanciata al fine di ritirare Ducati dal mercato, come si legge nel documento di offerta pubblicato su *ducati.com*. In caso di adesione completa l'operazione costerebbe agli offerenti 390 milioni di euro.

Va osservato che l'OPA è stata certamente favorita da un calo della borsa, e dunque anche del titolo in esame, permettendo ai maggiori azionisti di offrire un prezzo vantaggioso per chi volesse aderire, ma relativamente basso rispetto alla corretta valutazione della società.

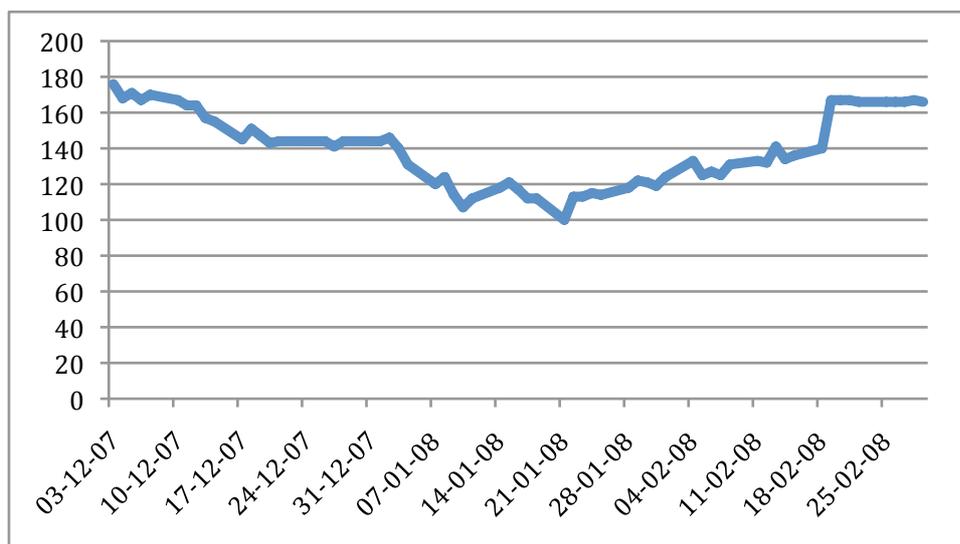


Figura 7 - Andamento del titolo Ducati prima e dopo il lancio dell'OPA – Dati: *finance.yahoo.com*

Come è possibile osservare dal grafico (Figura 7), infatti, l'offerta è stata fatta in un momento in cui il titolo era quotato a sconto. Dal grafico si intuisce anche come deve esserci stata qualche fuga di notizie alla vigilia del lancio dell'OPA, dato che il titolo è leggermente salito – in modo inaspettato, dicono gli analisti – nel giorno precedente. Come era prevedibile dopo il 19 febbraio il titolo si attesta in modo costante poco sotto 1,70 €.

Secondo una nota rilasciata dalla società e riportata da *Il sole 24 ore*¹¹ l'operazione di delisting servirebbe in primo luogo ad assicurare a Ducati un «azionariato di riferimento stabile e coeso», il che sembrerebbe essere in linea con le recenti strategie di innovazione e ristrutturazione che hanno interessato la società.

In aggiunta a ciò è ragionevole credere che tra le motivazioni che hanno determinato la decisione di tentare un ritiro dal mercato ci sia anche una supposta sottovalutazione del titolo in borsa. Il prezzo offerto (1,70 €) implica infatti¹² un P/E di 19.9¹³ (considerando un guadagno atteso di 0,08 € per azione per il 2008) contro il P/E di 17,5 calcolato col prezzo di chiusura del 18 febbraio (1,40 €). Chi lancia l'offerta, dunque, lascia intendere che l'impresa ha delle potenzialità che non si riflettono nel prezzo.

¹¹ <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/02/Ducati-Opa-Investindustrial.shtml> consultato l'11 giugno 2008.

¹² Dati tratti dal report di Mediobanca Securities pubblicato il 19 febbraio 2008 sul sito di Borsa Italiana, a cura di Massimo Vecchio ed Edoardo Bosio.

¹³ P/E: rapporto *price/earning*, è il rapporto tra il prezzo dell'azione e i guadagni degli ultimi 12 mesi. Un PE alto dovrebbe lasciar supporre grandi opportunità di crescita: se ci troviamo di fronte a due azioni che nell'ultimo anno hanno riportato un utile di 2 € ad azione, la prima è scambiata a 20 € l'altra a 40 €, significa che il mercato stima che quest'ultima aumenterà i suoi guadagni in un prossimo futuro e perciò è disposto a pagarla di più.

Dall'osservazione della Figura 8 (per i dati vedi Tabella 5 in appendice), dove è rappresentato il rapporto *price/book value*¹⁴ dal 1999 al 2007, si consolidano le osservazioni fatte precedentemente: negli ultimi anni il PBV è sensibilmente inferiore rispetto al '99. Ciò indica che si ritiene, in definitiva, che il valore di mercato della società nel suo complesso non superi di molto la somma del valore degli *assets* di cui è composta, considerato che il *book value* è rimasto costante.

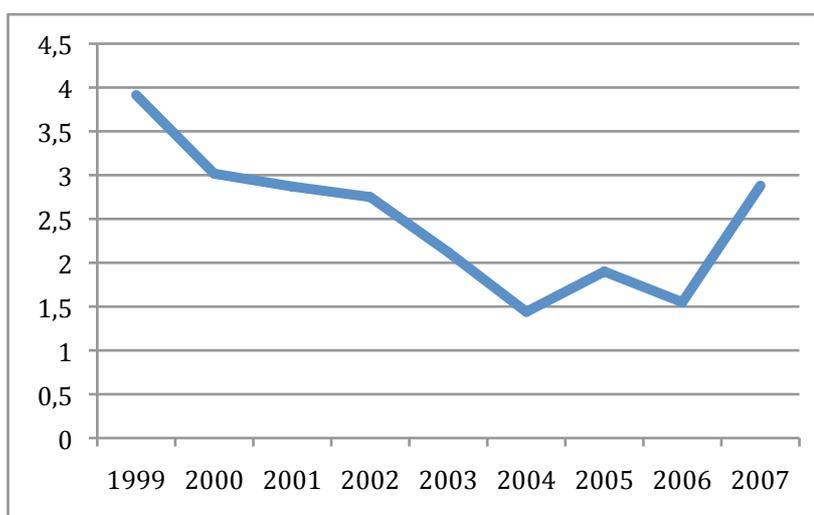


Figura 8 - Rapporto Price/Book Value

Mettendo a confronto le performance dei diretti *competitors* di Ducati, e dell'indice MIBtel, si ha nuovamente motivo di dubitare del fatto che il mercato abbia stimato correttamente il valore dell'azienda.

¹⁴ Il rapporto *price-book value* indica il rapporto tra il prezzo e il valore contabile dell'azione. Un PBV alto indica che il valore della società eccede di molto il capitale netto. Ciò indica la presenza di valore aggiunto determinato da vantaggi competitivi, un marchio forte, una grande quantità di *know how*.

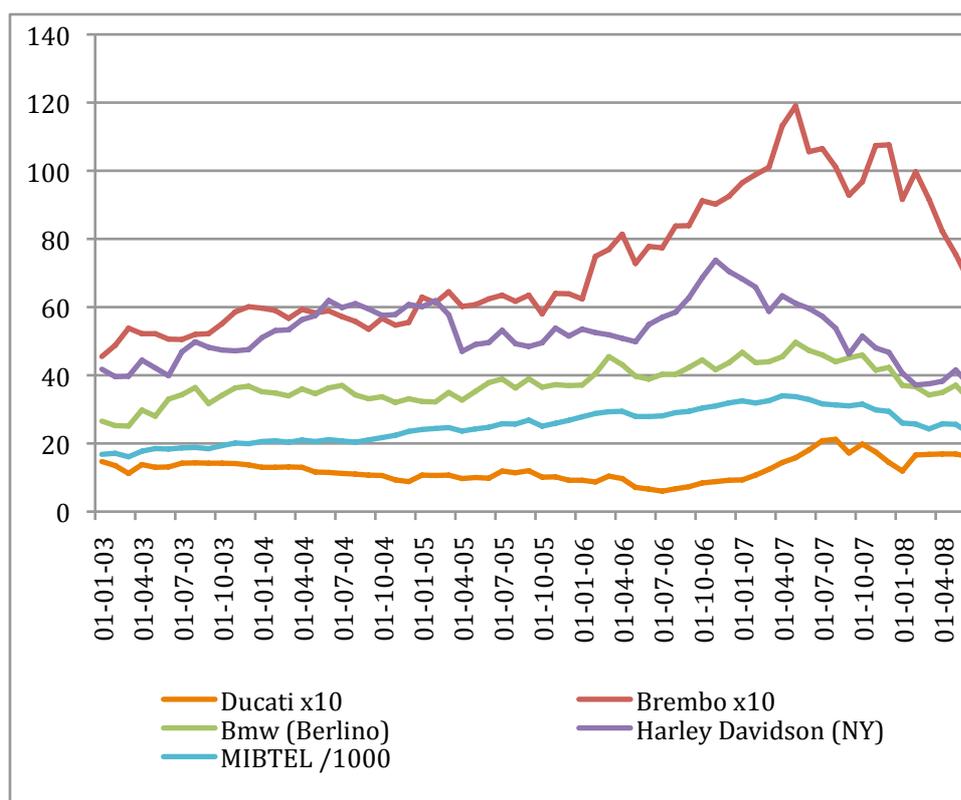


Figura 9 - Andamento dei competitors di Ducati e del mercato italiano (Fonte: riadattata da *finance.yahoo.com*)

Osservando la Figura 9¹⁵ infatti, emerge che dall’inizio del 2006, in modo più o meno accentuato, tutti i titoli considerati, ed il MIBtel stesso, sono saliti, mentre invece Ducati ha avuto una leggera flessione. Pur non potendo escludere categoricamente la possibilità che Ducati abbia avuto un’annata peggiore dei suoi “collegi” e di tutto il mercato italiano, bisogna riconoscere che è una ipotesi abbastanza remota.

Dal momento che le aspettative del mercato sono il più delle volte determinate, o comunque fortemente influenzate, dalle opinioni degli analisti, si è ritenuto opportuno soffermarsi ulteriormente su questo aspetto.

¹⁵ I dati, come indicato nella legenda, sono stati moltiplicati o divisi per multipli di dieci per migliorare la leggibilità del grafico. Il titolo Harley Davidson considerato è quello quotato sul NYSE, il titolo BMW è quello quotato sulla piazza di Berlino. Pur essendo, quest’ultima azienda, trattata anche a Piazza Affari, non sono disponibili dati fino al 2003.

Nei grafici che seguono è messo a confronto il *target price* (prezzo che si suppone il titolo raggiungerà nell'arco di un anno) e il prezzo del titolo che effettivamente si è verificato, al fine di valutare se le previsioni sono state precise e in che misura possano aver influenzato negativamente la società. Si veda l'appendice (Tabella 4) per le fonti e le modalità con cui sono stati costruiti i grafici.

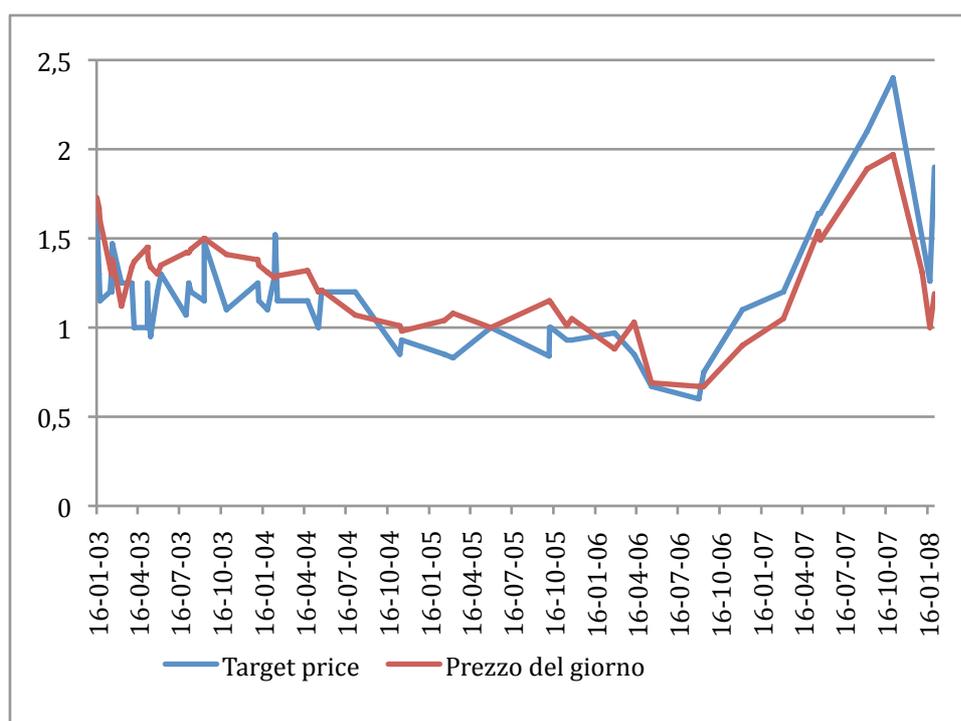


Figura 10 - Andamento del prezzo e previsioni fatte contestualmente.

Come si vede dalla Figura 10 le stime non si discostano mai in maniera accentuata dal prezzo corrente, ciò non ci impedisce di osservare però che in linea di massima si è creduto che il titolo dovesse scendere, quindi che fosse costantemente sopravvalutato, fino all'ottobre 2006. Da questo momento in poi il target è maggiore del prezzo corrente, segno che si ritiene che il titolo salirà. Si noti infine come le stime risultano molto più variabili e discordanti nel periodo 2003 - 2005, periodo di grandi difficoltà per l'azienda.

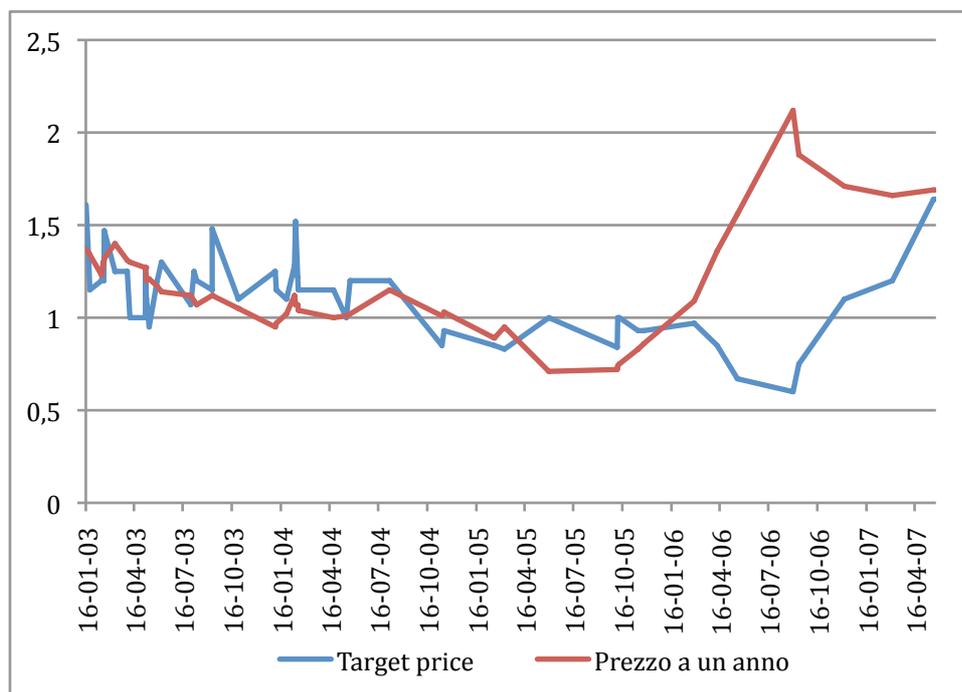


Figura 11 - Confronto fra le previsioni e i prezzi reali.

Decisamente più significativa è la Figura 11, dove sono in qualche modo valutate le previsioni fatte, poiché sono messe a confronto coi prezzi che effettivamente si sono verificati.

E' evidente come, salvo qualche errore isolato, le stime sono state sostanzialmente corrette fino alla fine del 2005. Si tenga conto anche del fatto che non tutte le società che fanno analisi finanziaria hanno seguito l'azienda con costanza: queste potrebbero anche fare delle valutazioni una tantum che – ovviamente – si rivelano meno precise. Con ciò, però, non si intende dire che una maggiore copertura informativa da parte di una società implica necessariamente una maggiore accuratezza delle stime (vedi oltre).

Le previsioni fatte dal gennaio 2004 in poi (quindi sui prezzi dal gennaio 2005 in poi) sono decisamente meno accurate: basti pensare che l'errore

standard di tutta la serie è 0,29, quello fino a fine 2004 0,16 e dal 2005 in poi diventa 0,49¹⁶.

La divergenza tra prezzo atteso e prezzo verificatosi cui si assiste dopo il 2006 significa che il mercato ha premiato l'azienda rispetto a quanto credevano gli analisti: il prezzo è stato maggiore delle loro previsioni. Questo errore nelle previsioni, a mio avviso, trova anche giustificazione nel fatto che le previsioni che sono state confrontate con i prezzi reali sono quelle fatte esattamente un anno prima. Ciò significa che i valori stimati per il periodo gennaio 2006 – gennaio 2007 sono stati calcolati tra gennaio 2005 e gennaio 2006, proprio poco prima che l'azienda iniziasse il suo processo di ristrutturazione (primi segnali a maggio 2006, vedi sopra).

E', suppongo, sempre per questo motivo che verso la metà del 2007 previsioni e realtà tornano a convergere: dopo uno shock dovuto al riassetto della compagnia, gli analisti hanno rivisto le loro stime in funzione degli ultimi accadimenti e sono stati di nuovo in grado di fornire valori attendibili.

A titolo di indagine si è provato a verificare se c'è una correlazione tra la quantità di report prodotti su una azienda e la loro accuratezza. Il buonsenso ci porterebbe a pensare che più la società di analisi segue le vicende di una compagnia (il che nel nostro caso si traduce in più report prodotti) migliori

¹⁶ L'errore standard dà una misura dell'imprecisione dello stimatore. E' espresso dalla seguente formula:

$$\sqrt{\frac{1}{(n-2)} \left[\sum (y-\bar{y})^2 - \frac{[\sum (x-\bar{x})(y-\bar{y})]^2}{\sum (x-\bar{x})^2} \right]}$$

dove:

y è il valore da prevedere cioè il prezzo che si verificherà;

x è la previsione, il *target price*;

\bar{y} barrato rappresenta la media dei valori da prevedere;

\bar{x} barrato rappresenta la media delle previsioni.

dovrebbero essere le sue stime a riguardo. A quanto pare invece i dati contraddicono questa ipotesi (dati che ovviamente vanno presi con beneficio di inventario in quanto esigui nel numero e soprattutto riferiti ad una sola società oggetto di previsioni).

Tabella 6 – Numero di report effettuati ed errore commesso.

Nome	N° report	Errore
Akros	11	0,12741032
Caboto	5	0,09566784
Deutsche Bank	4	0,13018719
Mediobanca	9	0,49961423
Unicredit	12	0,27914126

Nella Tabella 6 sono state elencate le società che hanno prodotto la maggiore quantità di report su Ducati, ed è stato calcolato l'errore standard sui prezzi da loro stimati. Nella Figura 12 è stato messo sull'asse orizzontale il numero di report e su quello verticale l'errore: come si vede non appare esserci nessun tipo di relazione evidente tra le due variabili (linea spezzata). Inoltre, tracciando la retta di regressione, si vede che la tendenza è addirittura inversa rispetto a quanto ci si aspetterebbe: l'errore è direttamente proporzionale alla quantità di studi effettuati.

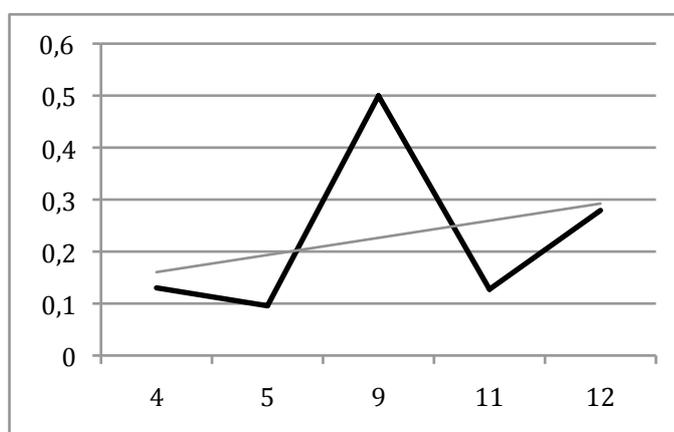


Figura 12 - Rapporto tra gli studi effettuati e l'errore commesso

In conclusione c'è stato un periodo di tempo, tra il 2005 e i primi mesi del 2006, durante il quale gli analisti hanno sottostimato le potenzialità dell'azienda (per il periodo 2006 – inizi 2007). Ciò non ha impedito però al mercato di prendere atto del fatto che Ducati si stava rimettendo in sesto e di premiarla con un prezzo maggiore degli anni precedenti.

Quanto detto, combinato col fatto che l'OPA è stata lanciata ad un prezzo che implica un P/E maggiore di quello attuale, ci porterebbe a sintetizzare la situazione come segue: il reale valore della società è stato inizialmente sottovalutato dagli analisti che gradualmente hanno ri-adattato il loro giudizio, il mercato ha risposto più prontamente al nuovo assetto della Ducati, ma non abbastanza, dando modo così agli azionisti di maggioranza di lanciare un'OPA per loro vantaggiosa.

Vale la pena notare, infine, che il fatto che chi lancia l'OPA sia disposto a pagare di più di quanto non faccia il mercato non significa necessariamente che il grande pubblico sbaglia a valutare l'azienda: potrebbe significare anche – come lascia intendere la nota rilasciata da Ducati di cui sopra – che un azionariato più coeso e veloce nel prendere decisioni aggiunga valore alla compagnia. Ad esempio nei casi di operazioni straordinarie, quali la cessione dell'azienda a terzi ecc., la contrattazione risulta più snella e redditizia se condotta al di fuori del mercato regolamentato.



Figura 13 - Composizione dell'azionariato Ducati

Come è stato evidenziato nell'aerogramma (Figura 13, vedi Tabella 7 in appendice per i dati dettagliati), il 30% meno una delle azioni è detenuto dal gruppo formato da HOOPP, Bs Investimenti e Investindustrial, seguono Davis Advisers e Capital Research Global Investors. Queste cinque società, insieme, possiedono poco meno della metà del capitale sociale, e tutte e cinque sono fondi di *private equity*. Possiamo dunque ipotizzare che per loro risulti conveniente negoziare le proprie partecipazioni in forma privata, senza la necessità di sottostare ai vincoli del mercato regolamentato.

Appendice

Tabella 1 - Numero di società revocate dai mercati. Fonte: *www.borsaitaliana.it*

Anno	MTA/MTAX	Quotate MTA/MTAX	Dati standardizzati	ME	Quotate ME	Dati standardizzati
1995	16	221	0,07239819	4	33	0,121212121
1996	18	217	0,082949309	3	31	0,096774194
1997	19	213	0,089201878	5	26	0,192307692
1998	17	223	0,076233184	7	20	0,35
1999	8	253	0,031620553	4	17	0,235294118
2000	26	282	0,092198582	2	15	0,133333333
2001	19	282	0,067375887	3	12	0,25
2002	15	282	0,053191489	1	13	0,076923077
2003	27	268	0,100746269	3	11	0,272727273
2004	13	265	0,049056604	0	13	0
2005	16	264	0,060606061	1	18	0,055555556
2006	18	285	0,063157895	0	26	0
2007	17	306	0,055555556	2	35	0,057142857
2008	6	303	0,01980198	0	36	0

La tabella riporta il numero di società revocate nei mercati Expandi e MTA/MTAX. Sono indicate anche il numero di società quotate per ogni anno su ogni mercato. I dati sono infine stati standardizzati dividendo numero di ritiri per numero di società quotate nell'anno in corso per tenere conto delle diverse dimensioni dei due mercati e dare un'idea delle dimensioni del fenomeno in relazione al segmento.

Tabella 2 - Dati della tabella 1 modificati e andamento MIB. Fonte: *www.borsaitaliana.it*

Anno	Ritirate MTA/MTAX	Ritirate ME	MIB
1998	17000	7000	22992
1999	8000	4000	28169
2000	26000	2000	29681
2001	19000	3000	22232
2002	15000	1000	16954
2003	27000	3000	19483
2004	13000	0	22886
2005	16000	1000	26056
2006	18000	0	31005
2007	17000	2000	28525
2008	6000	0	24983

Nella Tabella 2 il numero dei delisting è stato moltiplicato per 1000 per ottenere una maggiore leggibilità del grafico. Nell'ultima colonna è riportato l'andamento dell'indice MIB basato sul valore di fine anno, come riportato da Borsa Italiana.

Tabella 3 - Andamento del titolo Ducati

Prezzo di mercato (EUR)	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Gennaio	1,19	0,93	0,7	0,82	1	1,12	1,41	1,67	1,98	
Febbraio	1,66	1,07	0,67	0,81	1	1,03	1,37	1,54	2,19	
Marzo	1,68	1,24	0,79	0,82	1	0,86	1,43	1,48	2,22	2,9
Aprile	1,69	1,44	0,74	0,74	0,99	1,06	1,51	1,36	2,27	2,13
Maggio	1,69	1,58	0,71	0,76	0,89	0,99	1,5	1,38	2,05	2,16
Giugno		1,81	0,66	0,75	0,88	1	1,22	1,35	2,05	1,93
Luglio		2,08	0,6	0,91	0,85	1,08	1,18	1,23	2,05	2,24
Agosto		2,12	0,67	0,87	0,84	1,09	1,29	1,27	2,17	2,29
Settembre		1,72	0,73	0,91	0,82	1,08	1,22	1,03	1,99	2,27
Ottobre		1,98	0,84	0,77	0,81	1,08	1,34	1,14	1,93	2,06
Novembre		1,75	0,88	0,78	0,71	1,08	1,42	1,32	1,9	2,05
Dicembre		1,44	0,92	0,71	0,67	1,05	1,37	1,38	1,47	1,96

I dati dal 2008 al 2001 sono stati presi dal database Aida (i prezzi sono riferiti all'ultimo giorno del mese), le quotazioni dal 2000 al 1999 sono prese da dati pubblicati su *borsaitaliana.it* (prezzi a fine mese). Il valore indicato per marzo '99 è quello della IPO.

Tabella 4 - Target price stimati, autore della stima, prezzo del giorno e prezzo a 365 giorni.

Data	Target price	Prezzo del giorno	Prezzo a un anno	Stima
31-01-08	1,9	1,19		mediobanca
21-01-08	1,26	1		citigroup
04-01-08	1,5	1,31		citigroup
01-11-07	2,4	1,97		mediobanca
05-09-07	2,1	1,89		mediobanca
25-05-07	1,64	1,49	1,69	mediobanca
21-05-07	1,64	1,54	1,69	mediobanca
05-03-07	1,2	1,05	1,66	unicredit
05-12-06	1,1	0,9	1,71	unicredit
11-09-06	0,75	0,67	1,88	unicredit
31-08-06	0,6	0,67	2,12	mediobanca
19-05-06	0,67	0,69	1,56	mediobanca

11-04-06	0,85	1,03	1,36	mediobanca
27-02-06	0,97	0,88	1,09	mediobanca
25-11-05	0,93	1,05	0,86	unicredit
14-11-05	0,93	1,01	0,83	unicredit
10-10-05	1	1,14	0,75	unicredit
07-10-05	1	1,15	0,74	mediobanca
06-10-05	0,84	1,15	0,72	caboto
31-05-05	1	1	0,71	mediobanca
09-03-05	0,83	1,08	0,95	mediobanca
18-02-05	0,85	1,04	0,89	akros
16-11-04	0,93	0,98	1,03	caboto
12-11-04	0,85	1,01	1,01	akros
06-08-04	1,2	1,07	1,15	unicredit
24-05-04	1,2	1,21	1,02	kepler
17-05-04	1	1,2	1,01	akros
23-04-04	1,15	1,32	1	akros
17-02-04	1,15	1,29	1,04	akros
16-02-04	1,22	1,29	1,07	caboto
12-02-04	1,52	1,28	1,07	centrosim
10-02-04	1,28	1,28	1,12	caboto
26-01-04	1,1	1,31	1,02	deutsche b
07-01-04	1,15	1,35	0,97	akros
05-01-04	1,25	1,38	0,95	centrosim
28-10-03	1,1	1,41	1,05	deutsche b
09-09-03	1,15	1,5	1,12	akros
09-09-03	1,48	1,5	1,12	cofiri
11-08-03	1,2	1,44	1,07	unicredit
06-08-03	1,25	1,42	1,09	centrosim
31-07-03	1,07	1,42	1,12	caboto

06-06-03	1,3	1,35	1,14	cofiri
29-05-03	1,2	1,3	1,17	unicredit
14-05-03	0,95	1,34	1,21	julius baer
09-05-03	1,1	1,38	1,2	deutsche b
07-05-03	1	1,45	1,27	akros
07-05-03	1,25	1,45	1,27	centrosim
07-05-03	1,2	1,45	1,27	unicredit
08-04-03	1	1,37	1,3	akros
03-04-03	1,25	1,34	1,31	santander
11-03-03	1,25	1,12	1,4	centrosim
23-01-03	1,15	1,6	1,34	julius baer
19-02-03	1,47	1,38	1,32	deutsche b
18-02-03	1,2	1,32	1,29	unicredit
17-02-03	1,3	1,3	1,29	akros
14-02-03	1,2	1,34	1,23	giubergia
21-01-03	1,3	1,67	1,35	akros
16-01-03	1,61	1,73	1,37	unicredit
27-11-03	2	1,41	0,94	santander

La tabella è stata costruita con i target price indicati da varie società di analisi finanziaria (nella colonna a destra), i documenti da cui sono stati tratti sono stati reperiti su www.borsaitaliana.it. I prezzi reali sono stati presi da finance.yahoo.com. Il prezzo ad un anno è il prezzo di chiusura 365 giorni dopo la pubblicazione del report, nel caso in cui il giorno fosse festivo è stato considerato il giorno precedente o successivo più vicino.

Tabella 5 - PBV Ducati dal 1999 al 2007

Anno	Price/Book Value
1999	3,914
2000	3,016
2001	2,87
2002	2,75
2003	2,12
2004	1,44
2005	1,9
2006	1,55
2007	2,88

Il PBV è stato in parte tratto dal database Aida (2001-2006), in parte calcolato sulla base di quotazioni tratte da *borsaitaliana.it*. Il valore nominale dell'azione (LIT 1000) è stato arrotondato a € 0,5.

Tabella 7 - Composizione dell'azionariato Ducati

Azionista	% Az.
Investindustrial Partners - BS Investimenti - Hospital of Ontario Pension Plan	30,00%
Altri	25,70%
DAVIS SELECTED ADVISERS, LP	9,73%
Capital Research Global Investors	7,55%
MORGAN STANLEY	4,29%
FRANKLIN RESOURCES, INC	4,09%
Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	3,52%
PRICE (T.ROWE) ASSOCIATES INC	3,31%
LSV ASSET MANAGEMENT	3,10%
VANGUARD GROUP, INC. (THE)	3,07%
STATE STREET CORPORATION	3,07%
MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES CO - OTHER	2,57%

I dati sono stati ricavati da un articolo pubblicato sul Sole 24 Ore il 19 febbraio 2008 (<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/02/Ducati-Opa-Investindustrial.shtml?uuid=fa2bd126-defc-11dc-b636-00000e251029&DocRulesView=Libero&fromSearch>) e dal sito *finance.yahho.com*.

Bibliografia

Brealey R. e altri (2007), *Principi di finanza aziendale*. Milano: Mac Graw Hill.

“Ducati’s lean and mean supply chain”, (n.d.). *Journal of the Institute of Logistic & Transport* (novembre 2005).

Geranio, M. (2004), “Il delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze”. Disponibile su http://www.uni-bocconi.it/doc_mime_view.php?doc_id=35794&doc_seg_id=1, consultato il 7 giugno 2008.

Helwege, G. e Liang, N. (1995). “Initial public offerings in hot and cold markets”. Disponibile su <http://ideas.repec.org/p/fip/fedgfe/96-34.html>, consultato l’8 giugno 2008.

Kangmao, W. (n.d.). “Hot and cold market cycle and IPO performance: theory and evidence”. Disponibile su: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286181, consultato l’8 giugno 2008.

Kelly K. M. (2006). *Ducati: back on track by developing innovative products*, Automotive design & Production.

Molinengo P. P. (18 giugno 2008). *Cremonini: entro tre anni di nuovo in borsa*, scaricato da <http://it.biz.yahoo.com> il 26 giugno 2008.

Molinengo P. P. (9 giugno 2008). *Cremonini: si ipotizza il listing per la divisione ristorazione*, scaricato da <http://it.biz.yahoo.com> il 26 giugno 2008.

Restelli M. (1 aprile 2008). *Cremonini apre le danze dei «delisting» di primavera*, reperito su *ilgiornale.it* il 26 giugno 2008.

Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, come modificato dal D. Lgs. 19 novembre 2007 n. 229).

Sito web Borsa Italiana: *www.borsaitaliana.it*

Sito web EuroMedFinanza S.p.A.: *www.euromedfinanza.it*

Sito web Ducati: *www.ducati.com*.