

che hanno, in passato compromesso la situazione economica finanziaria dell'azienda.

Come già in precedenza evidenziato, dovrà quindi essere ulteriormente intensificata ogni utile azione intesa all'aumento dei ricavi ed alla riduzione dei costi, atteso che sotto l'aspetto strettamente economico la gestione, pur palesando segni di maggiore equilibrio, non si discosta in relazione ad alcuni parametri fondamentali "significativamente" da quella degli esercizi precedenti.

7 - L'analisi economico finanziaria, condotta con l'ausilio di indicatori significativi, ha evidenziato nel complesso lo sforzo della RAI teso al raggiungimento di un migliore equilibrio finanziario e di una struttura operativa dotata di più elevati margini di flessibilità. Al contempo ha però dimostrato che l'azione di risanamento dopo aver raggiunto un culmine nel periodo 1994/95, ha subito un qualche rallentamento nel periodo successivo. In tal senso l'indicatore della redditività del capitale investito (ROI) ha dimostrato che la RAI è pervenuta al maggior incremento della redditività operativa nel 1994 (+ 191,51%) mentre nel successivo periodo si concretizza una variazione negativa compensata da un'inversione di tendenza, manifestatasi tra il 1995 e 1996, laddove l'incremento della redditività operativa si accompagna ad una ripresa delle attività di investimento e capitalizzazione.

La positività del trend, sia pure a fasi alterne trova conferma nelle risultanze del ROS (redditività operativa vendite) che denotano specie per il 1994 una vivace dinamicità del fatturato ed un discreto tasso di rendimento.

L'analisi delle condizioni di efficienza della gestione operativa attraverso l'indicatore "leva operativa" ha evidenziato che la RAI tende ad operare una ristrutturazione dei costi orientata alla sostituzione dei costi fissi con componenti reddituali di natura variabile.

Il miglioramento della struttura finanziaria mediante la contrazione dell'indebitamento attraverso il ricorso a capitale di terzi è evidenziato dalla progressiva riduzione della "leva finanziaria".

8 — Va, infine, ribadito che la particolare posizione assegnata alla RAI nell'ambito dell'intero sistema radiotelevisivo, le impone, come obbligo particolarmente pregnante, il rispetto del principio del pluralismo. L'informazione e i programmi della RAI debbono pertanto essere caratterizzati per l'assoluta obiettività e completezza in modo da contribuire significativamente al corretto svolgimento della vita democratica.

La Corte, rilevato che nel periodo considerato troppe volte sono state lamentate, anche ai più elevati livelli istituzionali, violazioni di tale obbligo specie in tema di informazione politica, non può non associarsi nel richiamare i dirigenti responsabili della RAI al dovere di curare la piena attuazione del cennato principio assicurando un tipo di informazione caratterizzata dal più alto grado di completezza e obiettività.

Un diverso comportamento non giustificherebbe la posizione peculiare che l'ordinamento assegna alla RAI rispetto agli altri mezzi radiotelevisivi esistenti nel Paese, specie con il suo finanziamento attraverso il canone.

APPENDICE

Analisi economico finanziaria dei dati gestionali

Sono stati presi in esame i bilanci d'esercizio relativi al triennio 1994/1996, i dati sintetici forniti dalla RAI relativi alla riclassificazione dei singoli conti economici e stati patrimoniali ed alcuni indicatori di natura economico-finanziaria significativi.

1. Considerazioni in merito agli indicatori di risultabilità economica

Vengono di seguito presi in esame alcuni tra i più tradizionali indicatori per l'analisi sintetica del Conto Economico, utili al fine di individuare punti di forza e debolezza della struttura economico produttiva della società oggetto di analisi.

Definizioni

- ROI = Return on Investment: costituisce una misura della cosiddetta redditività operativa aziendale, in quanto va a cogliere la misura del rendimento delle attività di produzione e/o erogazione specificamente concernenti l'oggetto sociale.

Dalla sua composizione non si ricava nulla sull'impatto della struttura finanziaria, ovvero sulla onerosità dell'indebitamento complessivo da cui eventualmente è gravata l'azienda. L'indice in questione viene pertanto determinato rapportando il reddito operativo - derivante cioè dalle sole attività tipiche aziendali - al complesso del capitale investito nell'azienda.

Tale capitale è evidenziato dalla sezione dare dello stato patrimoniale riclassificato ed individua il complesso delle attività, distinte a seconda della relativa scadenza finanziaria, che fanno capo all'azienda.

- ROS = Return on sale: tende a quantificare il rendimento medio connesso al fatturato. La sua misura è infatti ottenuta rapportando il complesso dei ricavi al reddito operativo.
- CTO = capital turnover: misura il saggio di rotazione del capitale in ragione del volume dei ricavi. La sua misura è infatti ottenuta rapportando il fatturato al totale del capitale investito nell'azienda, determinato con le modalità appena descritte. Il suo valore indica sinteticamente il numero delle volte in cui il capitale ruota nell'esercizio per effetto del ciclo delle vendite.
- ROE = return on equity: è la redditività del capitale proprio intesa come rapporto tra il risultato netto di gestione ed il capitale proprio, ovvero l'insieme di mezzi propri di cui dispone l'impresa. In una visione sintetica tale valore potrebbe essere individuato come il rendimento che l'imprenditore deriva dall'aver investito le proprie risorse nell'impresa.

2. *Situazione economica della Società*

L'analisi del trend che indici quali il ROI mostrano dal 1993 al 1996 evidenzia sicuramente una situazione di ritrovata redditività ed operatività della società. Alcune cautele debbono però essere attuate quando si procede all'interpretazione dei risultati che una ratio analysis così congegnata restituisce.

I dati significativi al fine delle considerazioni in parola sono riportati nella seguente tabella:

Tabella A

Grandezza	31/12/93	31/12/94	31/12/95	31/12/96
ROI	-5.06%	5.53%	4.39%	7.89%
		191.51%	-26.02%	44.38%
ROS	-6.33%	6.01%	4.32%	7.53%
		205.33%	-38.93%	42.59%
CTO	0.80	0.92	1.02	1.05
		13.12%	9.29%	3.12%
CAPIT. INVESTITO	4.516.29	4.160.447	3.947.809	4.024.384

Particolarmente significativo dal punto di vista del risanamento economico appare l'esercizio 1994, periodo nel quale si perviene al maggior incremento della redditività operativa. Si deve osservare inoltre che i dati della presente analisi differiscono dai prospetti forniti. I valori del ROI, in particolar modo, risultano significativamente differenti a causa di una difforme metodologia di determinazione del capitale investito. Si è preferito riportare il risultato operativo aziendale, di comune determinazione, al complesso del capitale investito, la cui misura è esposta nell'ultima riga della tabella 1. Non appare infatti condivisibile l'elisione effettuata nei prospetti forniti di parte del capitale investito in quanto, quantunque l'operazione fosse stata supportata dalla necessità di dare evidenza al complesso del capitale definibile come operativo, lo spirito di costruzione dell'indicatore in parola è quello di fornire un valore di paragone, per quanto riguarda la redditività nel suo complesso.

A titolo di maggior approfondimento appare inoltre necessario scindere le componenti che determinano il miglioramento del ROI al fine di analizzarne le determinanti.

Da un primo profilo di analisi l'incremento sperimentato tra il 1993 ed il 1994, (191,51%) deve essere attribuito contemporaneamente all'incremento della redditività operativa passata da un valore negativo a 230 miliardi, ma anche ad una contrazione delle risorse complessivamente investite nell'azienda ridottesi dell'8,55%. Ora il peso proporzionalmente maggiore che la prima componente assume rispetto alla seconda, fornisce sicuramente un'indicazione di avvenuta razionalizzazione dei processi produttivi di natura operativa. La contrazione del capitale, che nel caso in esame viene interpretata come atto di risanamento aziendale teso ad ottimizzare la coordinazione tra fonti ed impieghi di capitale, deve però essere tenuta sotto costante controllo, sia sotto il profilo della sua evoluzione che nelle motivazioni sottostanti tale contrazione.

Il periodo tra il 1994 ed il 1995 evidenzia poi come un contraccollo dell'opera di risanamento che si concretizza in una variazione negativa rispetto all'esercizio precedente del ROI dovuto ad una riduzione del reddito operativo. Riduzione che, sotto un profilo dimensionale, sopravanza considerevolmente quella del capitale investito che, nello stesso periodo è pari al 5,39%. Si manifestano in questo caso due fenomeni. Il primo è una attenuazione nella forza dell'attività tipica aziendale (riduzione del reddito operativo) mentre il secondo attiene alla prosecuzione del processo di snellimento della struttura che vede proseguire la diminuzione delle risorse complessive. Un'inversione di tendenza si manifesta invece tra il 1995 ed il

1996 laddove l'incremento della redditività operativa si accompagna ad una ripresa delle attività di investimento o capitalizzazione.

La situazione che si profila è quindi quella di un ciclo di ristrutturazione aziendale ancora a fasi alterne, contraddistinto da massicci tagli nella struttura del capitale. Tagli che spiegano un ritorno negativo sulla struttura economica per l'esercizio 1995.

La positività del trend sembra però essere confermata dall'analisi dei determinanti elementari del ROS. Il ROS, pur seguendo l'andamento ciclico sperimentato dal ROI, denota una vivace dinamicità del fatturato ed un rendimento puro rispetto a tale grandezza senz'altro significativo. E' possibile inoltre che gran parte della dimensione del ROI venga assorbita da quella del ROS. Ciò è interpretabile come una buona gestione del rapporto con il mercato e l'attuazione di politiche di pricing significative e coerenti con il rendimento aziendale.

L'analisi del **capital turnover** evidenzia invece una certa lentezza nella capacità dei ricavi di rigenerare il capitale investito. Tale considerazione appare peraltro coerente con la struttura che contraddistingue un'azienda come la RAI dotata di una forte presenza di immobilizzazioni.

Non appare utile soffermarsi invece sull'analisi del ROE, fonte di redditività per gli azionisti ed elemento in grado di definire se l'impresa stia o meno percorrendo un sentiero teso alla creazione di valore per gli azionisti. La missione della RAI, infatti, potrebbe essere definita quasi di natura pubblicistica, ovvero protesa alla massimizzazione della qualità dell'output produttivo, attraverso un ridotto ricorso al mercato del capitale proprio strictu sensu. Tale circostanza deve essere realizzata nelle condizione di

massima efficienza produttiva e distributiva, senza però essere costretta ed erogare un congruo dividendo per la remunerazione del capitale proprio.

Per tale motivo si concentra l'attenzione sull'analisi delle condizioni di efficienza della gestione operativa e sulla coordinazione della struttura finanziaria al complesso di impieghi.

Procedendo nell'analisi della struttura economica, è necessario introdurre un nuovo indicatore denominato leva operativa. Esso esprime l'elasticità del reddito operativo a variazioni del fatturato. La sua interpretazione consente di effettuare alcune considerazioni sulla struttura dei costi e sulla sua ripartizione tra costi fissi e costi variabili, sempre di natura operativa. Infatti, fermo restando il volume dei ricavi effettivi ed il tasso di incidenza dei costi variabili sul totale, la leva operativa aumenta o diminuisce se i costi fissi si incrementano o si decrementano. I valori della leva operativa differenziati per anni sono riportati nella seguente tabella:

Tabella B

	1994	1995	1996
LEVA OPERATIVA	35,014	-7,450	9,158

Il fatto che tale indicatore assuma valore negativo nel 1995 denota una profonda ristrutturazione nella dimensione dei costi, fortemente orientata allo smantellamento dei costi fissi ed alla loro sostituzione con componenti reddituali di natura variabile.

Se si osserva infatti il dato stratificato attraverso gli anni, il valore esposto nel 1994 (35,014) configura una struttura produttiva ad elevato utilizzo di costi fissi. Tale tendenza viene completamente invertita nel 1995 anno in cui è possibile notare una marcata preponderanza dei costi variabili

rispetto al totale e, soprattutto un volume di ricavi insufficiente a finanziare adeguatamente il complesso dei costi variabili.

Passando all'analisi della struttura finanziaria è possibile notare il consistente miglioramento sperimentato dalla gestione del processo di acquisizione e rimborso del capitale di debito.

Appare evidente come la contrazione dell'indebitamento attraverso il ricorso a capitale di terzi ed esposto nella tabella seguente, abbia avuto positivi riflessi sulla gestione della componente reddituale di natura finanziaria.

Tabella C

Descrizione	31/12/93	31/12/94	31/12/95	31/12/96
Debiti a breve	1.686.752	1.456.083	891.037	1.182.532
Debiti a medio/lungo	2.316.191	2.172.176	2.421.305	2.108.640
Totale indebitamento	4.002.943	3.628.259	3.312.342	3.291.172

Tale risultato si traduce in una riduzione della leva finanziaria, intesa come elasticità del reddito netto alle variazioni del reddito operativo. Tale indicatore è in grado di sintetizzare l'effetto di assorbimento o generazione di risorse economiche che la gestione finanziaria spiega sul reddito operativo.

Il valore della leva finanziaria nel corso del periodo analizzato si è modificato nel seguente modo:

Tabella D

	1994	1995	1996
LEVA FINANZIARIA	12,220	2,534	3,259

L'effetto definitivo che la miglior gestione del rapporto di indebitamento provoca ha un impatto diretto sulla quantificazione della redditività del capitale proprio, apprezzabile attraverso la misura del ROE.

Tabella E

ROE	-93,33%	3,54%	10,76%	13,29%
		2737,60%	67,11%	19,04%

Ora, mentre gli effetti della composizione della struttura finanziaria sono evidenziabili attraverso un'analisi del conto economico, le cause risiedono invece nella articolazione quali-quantitativa dello Stato patrimoniale.

3. *Calcolo del Baricentro Patrimoniale*

Effettuando una opportuna riclassificazione dello Stato Patrimoniale, ottenuta differenziando le poste a seconda della relativa scadenza finanziaria, è possibile raggruppare gli elementi dell'attivo e del passivo in quattro quadranti ideali distinti come segue:

a	b
c	d

dove:

- a) sommatoria delle liquidità immediate, differite e degli altri componenti dell'attivo corrente netto;
- b) sommatoria delle esigibilità immediate e di quelle differite;
- c) attività immobilizzate;
- d) passività a medio e lungo termine e mezzi propri.

La composizione delle grandezze appena descritte consente di apprezzare in maniera sintetica la validità della coordinazione tra fonti di finanziamento e capitale investito nell'impresa, al fine di giudicare se il mix delle fonti di finanziamento sia, sotto il profilo della scadenza finanziaria relativa, sufficientemente coordinato con il complesso del capitale investito.

Si definisce Baricentro Patrimoniale (5) il seguente indicatore:

$$BF = \frac{ab - bc}{\text{maggiore}}$$

laddove maggiore indica il maggiore tra i prodotti significativi posti al numeratore.

La costruzione del baricentro patrimoniale per gli anni esaminati ha portato i seguenti risultati:

Tabella F

	1993	1994	1995	1996
BARICENTRO PATRIMONIALE	-0,40263356	-0,36874750	0,25059923	-0,15079023

⁵Trattasi di un ratio sintetico creato dal Prof. F. Colombi, titolare della Cattedra di Finanza Aziendale presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università "La Sapienza" di Roma, al fine di apprezzare attraverso l'analisi di un solo indicatore, la validità di una struttura finanziaria. Inoltre l'indicatore in parola, essendo standardizzato, consente di effettuare confronti tra imprese dotate di strutture finanziarie ed operative significativamente differenti.

Al riguardo, si rinvia alla pubblicazione dello stesso Prof. Colombi, Baricentro finanziario, collana di Finanza Aziendale - Roma 1995

La presenza di un indicatore negativo nei primi due esercizi presi in considerazione, denota un tendenziale squilibrio della posizione finanziaria complessiva. La conseguenza diretta consiste nel fatto che, parte delle risorse generate dalla gestione operativa della RAI, sono state destinate alla copertura dei servizi del debito. La struttura tende a ritrovare un equilibrio nel 1995, anno in cui, come già più volte affermato sembra chiudersi il periodo di risanamento. Per la prima volta nell'arco di tempo analizzato, si verifica infatti una positività dell'indicatore. In un'ottica marcatamente finanziaria, ciò pone l'azienda in una condizione di generatore netto di risorse. La buona coordinazione finanziaria guida infatti alla creazione di risorse che non vengono di fatto impiegate dall'impresa.

Il peggioramento sperimentato nell'ultimo periodo potrebbe invece essere interpretato alla luce della ripresa dell'attività di investimento e dal conseguente assorbimento delle risorse necessarie a finanziare tale processo.

Ma all'analisi appena effettuata deve essere aggiunta una misura di ulteriore cautela. L'osservazione infatti della dinamica delle "Rettifiche di valore di attività finanziarie" potrebbe in parte inficiare i ragionamenti fin qui fatti tanto in materia di redditività economica quanto sulla bontà della struttura finanziaria.

L'evoluzione di tali valori dal 1993 al 1996 è infatti stata la seguente:

Tabella G

Descrizione	1993	1994	1995	1996
Rivalutazioni di imm.ne fin.re che costituiscono partecipazioni	0	104	2.958	490
Svalutazioni di imm.ne fin.re che costituiscono partecipazioni	-62.361	-100.398	-12.193	-27.030
Saldo netto	-62.361	-100.294	-9.235	-26.540

Il riflesso che simili operazioni contabili spiegano sul bilancio dell'impresa, è rappresentabile nell'indebolimento della posizione finanziaria netta e nel peggioramento della gestione reddituale a scapito di quella operativa. In tal senso, al fine di effettuare un'analisi maggiormente circostanziata, potrebbe essere utile enucleare i criteri e le motivazioni in base alle quali si è proceduto ad effettuare tali operazioni.

4. Considerazioni finali

4.1 Considerazioni in merito alla struttura economico produttiva

Le considerazioni appena effettuate in merito all'evoluzione della leva operativa, hanno messo in luce come la RAI abbia posto in essere un indubbio risanamento della propria struttura economica che spiega i maggiori effetti tra il 1993 ed il 1994.

Il periodo di maggiore ristrutturazione interna sembra essere quello che intercorre tra il 1993 e il 1994 anno nel quale sono state conseguite le maggiori economie di costi totali.

Non sembra però potersi affermare che nella sostanza la suddivisione interna della struttura operativa modifichi in maniera significativa la sua morfologia.

Si può infatti notare come le spese di produzione e vendita, costituite per la maggior parte dai costi per servizi, abbiano sperimentato una considerevole riduzione percentuale (dal 29,35 al 27,94), accompagnata da una consistente contrazione delle altre spese generali. Tale situazione ha portato a conseguire incrementi di redditività operativa testimoniati da un miglioramento del ROI.

L'evoluzione del reddito di competenza avvalorata tali considerazioni e permette di esprimere anche un primo giudizio sugli esercizi successivi.

Gli incrementi di redditività possono essere ascritti a differenti cause. Per il periodo 1994, sembra potersi affermare che tali miglioramenti sono da attribuire ad un processo di revisione della struttura operativa teso al contenimento dei costi per servizi e delle spese generali. Nel 1995 la tendenza sembra però invertirsi, mentre la positività del risultato di gestione viene assicurata esclusivamente dall'incremento dei ricavi. Nella sostanza si delinea un primo periodo, il 1994, nel quale il management sembra orientato al contenimento dei costi come leva per operare una ristrutturazione aziendale. Ristrutturazione solo in parte attuata come testimonia il graduale ritorno dei costi e della loro ripartizione interna, verso i valori precedenti negli anni 1995 e 1996.

Appare rilevante invece l'azione posta in essere per incrementare il volume dei ricavi i quali denotano un trend in costante crescita. Tale circostanza potrebbe individuare un migliore approccio verso il mercato, l'acquisizione di vantaggi competitivi sul mercato nazionale e l'ottenimento

di una positiva apertura su quelli internazionali. Tutto ciò è maggiormente significativo se si pensa allo scenario concorrenziale sempre più caratterizzato da dinamismo ed aggressività.

Parimenti positivo è il giudizio sulla cosiddetta gestione finanziaria la cui evoluzione è apprezzabile dalla seguente tabella.

Tabella 9

	1993	1994	1995	1996
Proventi finanziari	27.746	92.001	63.395	63.881
Oneri finanziari	218.926	136.829	110.185	66.828
Differenza	-191.180	-107.828	-46.790	-2.947

E' agevole rilevare come la rivisitazione della struttura finanziaria abbia manifestato i suoi effetti riducendo l'assorbimento di risorse economiche nel tempo.

In sintesi la struttura dei costi non appare sostanzialmente modificata nella sua componente operativa, mentre significativa sembra essere la variazione sperimentata a livello finanziario.

4.2 Considerazioni in merito alla struttura finanziaria

Anche la struttura finanziaria della RAI ha subito una profonda ristrutturazione orientata a realizzare una riduzione complessiva del capitale di debito e, contemporaneamente un migliore equilibrio tra fondi di finanziamento a breve, a medio e a lungo termine.

Come evidenziato dalla lettura del baricentro finanziario, il 1994 e il 1995 sono stati contraddistinti da una ricerca di equilibrio finanziario che

potrebbe dirsi raggiunto solo nel 1995, anno in cui l'indicatore in parola assume valore positivo.

Il processo di ristrutturazione finanziaria muta direzione nel 1997 laddove il baricentro finanziario assume segno negativo.

Tale circostanza evidenzia una situazione di ripresa dei processi di investimento che comportano l'espansione del capitale investito ed un maggior assorbimento delle risorse. In questo caso, infatti, la RAI non possiede liquidità in eccesso rispetto ai fabbisogni immediati palesando quasi un deficit di liquidità a breve.

Tale circostanza però non può essere giudicata soltanto alla luce del 1996. Il giudizio deve, infatti, essere condizionato alla valutazione qualitativa e quantitativa degli investimenti posti in essere.