

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. IL VALORE D'AZIENDA E LA SUA EVOLUZIONE	5
1.1 Il ruolo dell'impresa nella società	5
1.2 Gli Stakeholders	6
1.3 Breve excursus sulla teoria della creazione e diffusione del valore in Italia	9
2. DISPOSIZIONI GENERALI DEI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	14
2.1 Elementi di base per la quotazione in borsa	14
2.2 Borsa Italiana S.p.A.	20
2.3 Il segmento Blue Chip	21
2.3.1 I vantaggi della quotazione sul segmento Blue Chip di Borsa Italiana	21
2.3.2 Requisiti e caratteristiche indispensabili per una quotazione di successo	22
2.3.3 Requisiti formali e sostanziali	22
2.4 Il segmento Standard (Piccole e Medie Imprese)	23
2.4.1 L'IPO (Initial Public Offering), ovvero l'Offerta Pubblica Iniziale	24
2.4.2 Il mercato più adatto alle PMI	25
2.5 Il segmento STAR	26
2.6 Il Mercato Expandi	27
3. LA RAI – RADIO TELEVISIONE ITALIANA S.p.A.	29
3.1 Cenni storici	29
3.1.1 La radio	29
3.1.2 L'avvento della televisione (1952-1954)	32
3.1.3 La riforma del 1974	35
3.2 Lo scenario televisivo attuale	39
3.3 Le risorse e le prospettive	45

4. INTRODUZIONE ALLA NORMATIVA E PRIMO TENTATIVO DI QUOTAZIONE	48
4.1 Norme di principio in materia di assetto del sistema radiotelevisivo	48
4.1.1 Tutela della concorrenza e del mercato	48
4.1.2 Compiti del servizio pubblico generale Radiotelevisivo	49
4.1.3 Disciplina della RAI–Radiotelevisione Italiana S.p.A.	50
4.1.4 Dismissione della partecipazione dello Stato nella RAI-Radiotelevisione Italiana S.p.A.	51
4.2 Valutazione e conclusioni	52
5. ANALISI DI BILANCIO	56
5.1 Il bilancio	56
5.1.1 La clausola generale	58
5.1.2 I principi di redazione del bilancio	62
5.1.3 Criteri di valutazione, rappresentazione e diffusione dell’informazione	64
5.2 La riclassificazione	69
5.2.1 Lo Stato Patrimoniale	71
5.2.2 Il Conto Economico	72
5.3 Analisi per indici	76
5.3.1 Analisi patrimoniale	79
5.3.1.1 Composizione degli Impieghi	79
5.3.1.2 Composizione delle Fonti	82
5.3.2 Analisi reddituale	86
5.3.2.1 Redditività tipica	86
5.3.2.2 Redditività partecipativa	88
5.3.2.3 Redditività delle immobilizzazioni materiali	89
5.3.2.4 Redditività d’esercizio	90
5.3.3 Indici di rotazione	91
5.3.3.1 Rotazione dell’attivo circolante	92
5.3.3.2 Capital Turnover	93
5.3.4 Analisi della redditività d’impresa	95
5.3.4.1 Il Return On Investment (ROI)	96
5.3.4.2 Il Return On Equity (ROE)	99
5.3.4.3 Il Return On Sales (ROS)	103

6. I MODELLI DI VALUE BASED MANAGEMENT	105
6.1 Weighted Average Cost of Capital (WACC)	110
6.2 Il CAPM (Capital Asset Pricing Model) ed il concetto di rischio	132
7. IL METODO EVA[®] (ECONOMIC VALUE ADDED)	139
7.1 NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)	142
7.1.1 Le rettifiche al NOPAT	144
7.2 Il CAPM (Capital Asset Pricing Model)	152
7.3 Costo del capitale di debito	155
7.4 Costo del capitale di rischio (Equity)	157
7.5 Weighted Average Cost of Capital (WACC)	160
7.6 MVA (Market Value Added)	164
8. INDIVIDUAZIONE DEL PREZZO DI COLLOCAMENTO	170
8.1 Approccio decisionale	170
8.2 Il metodo DCF (Discounted Cash Flow)	174
8.2.1 Il tasso d'attualizzazione	177
8.3 Il Rendiconto Finanziario	182
8.3.1 Origini del Rendiconto Finanziario	182
8.3.2 La natura del Rendiconto Finanziario	184
8.3.3 Il Rendiconto Finanziario nell'analisi di bilancio	186
8.3.4 Le analisi dei flussi finanziari (fondi e flussi)	198
8.3.5 Flusso di gestione ed aggregati funzionali aziendali	202
8.4 Il valore del capitale economico	206
8.4.1 Valore dell'investimento	208
8.5 Valore economico dell'azione	214
9. ANALISI DELLA REDDITIVITA' DEL TITOLO AZIONARIO	221
9.1 Introduzione	221
9.2 L'ipotesi di mercato efficiente	225

9.3	Gli effetti sul prezzo delle aspettative di lungo Periodo	228
9.4	Il concetto di valore attuale di un flusso futuro e metodologia di calcolo	229
9.5	Il modello multifattoriale: Arbitrage Pricing Theory	233
9.6	Valore dell'azione (Dividend Discount Model, DDM)	235
9.7	La valutazione dei titoli azionari	240
9.7.1	L'analisi tecnica	242
9.7.2	L'analisi fondamentale	243
9.8	I risultati del titolo azionario RAI: il dividendo	245
9.9	Piano Industriale RAI (2008-2010)	249
CONCLUSIONI		257
ALLEGATI		
1.	Stato Patrimoniale Impieghi Esercizi 2003-2006	259
2.	Stato Patrimoniale Fonti Esercizi 2003-2006	260
3.	Conto Economico Esercizi 2003-2006	261
4.	Riclassificazione Stato patrimoniale Esercizi 2003-2006	263
5.	Riclassificazione Conto Economico Esercizi 2003-2006	264
6.	Riclassificazione Cash Flow Esercizi 2003-2006	265
BIBLIOGRAFIA		266

ABSTRACT

Elemento essenziale di questa tesi, che ci consentirà di avvalorare il processo di quotazione in borsa della RAI Radiotelevisione Italiana S.p.A. è il concetto di impresa. Essa è caratterizzata da un determinato oggetto (produzione o scambio di beni o servizi), da specifiche modalità di svolgimento (organizzazione, economicità e professionalità) e la completa sinergia tra queste diverse componenti consente di perseguire un comune obiettivo, consistente nella produzione di valore. Di conseguenza, lo studio del valore del capitale economico sarà alla base della analisi dell'azienda RAI, e porrà le condizioni necessarie alla complessa fase di quotazione in borsa, sottolineandone i vantaggi e la possibilità di crescita in un "mercato" sempre più globalizzato e competitivo.

Si rende quindi necessario l'avvio alla privatizzazione, attraverso la quotazione di una parte di capitale sociale che ne garantirà lo sviluppo e la sopravvivenza duraturi, rendendo possibile soddisfare, secondo modalità differenti, le esigenze degli stakeholders che, a vario titolo, apportano risorse funzionali e necessarie alla gestione aziendale. Si tratta, pertanto, di uno scopo da raggiungere nel lungo periodo rispetto al quale vanno orientate tutte le attività d'impresa.

Traceremo quindi un percorso di studio ed analisi del valore aziendale attraverso lo studio gestionale del processo di pianificazione e controllo, la cui evoluzione ha visto il passaggio da un sistema "tradizionale" ad uno basato sulla creazione di valore per gli azionisti, focalizzandosi non solo sulla redditività, ma anche sui rischi che l'azienda deve assumere per raggiungere i livelli reddituali desiderati.

Il **capitolo primo** chiarirà l'evoluzione del concetto di valore e il fondamentale contributo di importanti studiosi italiani come Fabio Besta e Gino Zappa. D'altro canto, se creare valore è la finalità generale, tale obiettivo sarà necessariamente frutto delle scelte strategiche effettuate dall'impresa in relazione all'ambiente in cui opera. Scelte che devono collocarsi necessariamente in un coerente ed equilibrato finalismo aziendale, orientando, inoltre, la propria gestione verso l'obiettivo della sostenibilità, il cui elemento centrale rimane la creazione di valore.

Il **capitolo secondo** consentirà di chiarire, attraverso una veloce panoramica, l'importanza della quotazione in borsa sottolineando gli aspetti positivi e negativi del processo stesso. Vedremo come la Borsa Italiana S.p.A. offra tali possibilità attraverso i mercati regolamentati italiani. Sarà evidenziato come la RAI, per le proprie caratteristiche d'impresa, sfrutterà i vantaggi della quotazione sul segmento STAR di Borsa Italiana. Presenteremo le disposizioni generali dei mercati e i requisiti formali e sostanziali di ammissione.

Il **capitolo terzo** curerà la presentazione dell'azienda RAI, i principali momenti storici, le vicende, le qualità e le caratteristiche che la portano ad essere considerata parte della memoria storica del Paese. Di seguito, attraverso la descrizione degli odierni scenari televisivi e di mercato, finiremo con il dichiarare le prospettive per il futuro.

Il **capitolo quarto** ci consentirà di analizzare e comprendere quello che fu il primo tentativo di privatizzazione della RAI attraverso la quotazione in borsa, discutendo gli elementi che ne determinarono il fallimento. Analizzeremo, quindi, l'importante modifica al testo che disciplina le norme di principio in materia di assetto del sistema radiotelevisivo e, quindi, della RAI, nonché la

delega al Governo per l'emanazione del testo unico della radiotelevisione che ci consente, oggi, di accreditare la nostra tesi.

Con il **capitolo quinto** ci immergeremo nell'analisi dei bilanci della RAI dal 2003 al 2006. Il bilancio è la raccolta di informazioni più disponibili sull'assetto e sull'andamento di un'azienda.

Saperlo interpretare correttamente, quindi, è indispensabile sia per chi sta dentro l'azienda e ha l'esigenza di controllarne la gestione (imprenditore, dirigenti), sia per chi sta fuori dall'azienda e intende avviare o mantenere con essa rapporti d'affari (finanziatori, fornitori, clienti).

Per interpretare correttamente un bilancio, però, occorre avere una conoscenza non superficiale del suo "linguaggio", ossia dei criteri e delle regole secondo le quali esso viene costruito. Spiegheremo il nostro modello di riclassificazione ed analizzeremo, commentando, i risultati ottenuti dallo studio applicato dei vari indici di bilancio.

Il **capitolo sesto** si sviluppa attraverso le teorie di grandi economisti quali Fisher, Modigliani&Miller, Keynes e Solomon relativamente al concetto di valore di mercato di un titolo e di valutazione del rischio ad esso correlato. Si giungerà così al modello di William Sharpe del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta.

Con il **capitolo settimo** analizzeremo i processi valutativi come condizione necessaria per giungere a stimare il valore di un'azienda.

Tale analisi supererà i metodi di valutazione tradizionali, basati sui flussi reddituali e finanziari per giungere ad una analisi basata sui metodi misti patrimoniali-reddituali cui è riconducibile l'EVA (*Economic Value Added*) ed il metodo MVA (*Market Value Added*).

Il **capitolo ottavo** sarà finalizzato all'individuazione del prezzo di collocamento dell'azione unitaria e del suo valore economico attraverso la teoria dell'analisi fondamentale che tende ad individuare il valore intrinseco delle azioni di una società quotata.

Il metodo di valutazione utilizzato sarà quello dell'attualizzazione dei flussi di cassa, il *Discounted Cash Flow*, di seguito nominato **DCF**.

Si affronteranno i problemi relativi alla scelta del tasso di attualizzazione e approfondiremo lo studio del rendiconto finanziario per giungere agli obiettivi prefissati.

S'intende precisare che non sono stati presi in analisi i bilanci consolidati RAI poiché, con ragionevole certezza derivante dalla loro lettura, avrebbero contribuito ad un incremento del valore del Gruppo RAI.

Il **capitolo nono** analizzerà l'opportunità di detenere titoli RAI in portafoglio attraverso lo studio del rendimento del titolo (in termini di dividendi) e della sua rischiosità.

Infine, concluderemo con l'avvenuto successo della nostra tesi di quotazione che, nonostante il momento non favorevole dei mercati a livello mondiale, riuscirà a soddisfare, secondo modalità differenti, le esigenze degli stakeholders.