

La finanza del cinema: Spielberg e la lezione del mercato americano

Cinema e finanza possono trovare, anche in Italia, un terreno di incontro proficuo e stabile. Il ricorso al canale bancario e al mercato dei capitali non sono alternative che si escludono a vicenda, ma anzi il mercato dei capitali spesso si pone, anche nel cinema, come un'alternativa a sostegno del canale creditizio. L'esperienza dei paesi più sofisticati, come gli Stati Uniti, può risultare, in tale ottica, un utile punto di partenza.

Mario La Torre
Caterina Leone

Università La Sapienza di Roma

1 Introduzione

L'esigenza di una riflessione sulla finanza del cinema, trova ragione in una storica distanza, tra operatori del mercato cinematografico e intermediari finanziari, non rintracciabile in nessun altro settore produttivo di un certo rilievo¹. Tuttavia, i cambiamenti che hanno investito nell'ultimo decennio il mercato cinematografico, e più in generale quello dei media, impongono oggi alle imprese cinematografiche un ripensamento profondo del modello di business e dei processi di funding. Così, pure, per intermediari e mercati emerge la necessità di valutare opportunità e rischi riconducibili alla possibilità di sostenere un settore fino ad ora poco esplorato.

In tale ottica, il lavoro prende le mosse dall'esperienza del mercato americano per dimostrare come sia possibile praticare con successo una finanza del cinema sostenibile. L'analisi di alcuni dati di settore dimostra come l'industria dei media, e in particolare quella cinematografica, sia caratterizzata da significativi tassi di sviluppo prospettici e rappresenti, dunque, un bacino di sfruttamento interessante per investitori attenti e attrezzati. Per cogliere le opportunità legate alla crescita del settore, tuttavia, intermediari bancari e finanziari dovranno acquisire il know how necessario, e fortemente specialistico, utile ad approcciare un settore che presenta dinamiche produttive

e finanziarie singolari. L'esperienza dei paesi più sofisticati può risultare, in tale ottica, un utile punto di partenza. L'articolo descrive il caso di un'operazione di cartolarizzazione di diritti cinematografici realizzata dalla società di produzione del noto regista Spielberg. Si tratta, ovviamente, di un esempio altamente virtuoso e avanzato che, al momento, in Italia risulterebbe difficilmente praticabile; è tuttavia, una provocazione opportuna perché cade in una realtà nazionale in cui il cinema è visto ancora solo come «fabbrica di sogni» e non anche come un'area di business.

2 Le determinanti di una finanza del cinema

La sostenibilità del circuito finanziario.

In Europa si registra quasi ovunque una tendenziale diminuzione dei contributi pubblici messi a disposizione delle imprese cinematografiche; anche paesi da sempre attenti al sostegno statale alla cultura, come Regno Unito e Germania, hanno progressivamente eliminato i sussidi in forma di tax shelter, che tanto hanno negli anni passati contribuito al rafforzamento dell'industria cinematografica locale. Tale trend comporta, per le imprese del settore, la necessità di rivedere i propri iter di finanziamento tradizionali e sposta sempre più l'attenzione sul ruolo che possono svolgere gli intermediari finanziari, in veste di banche o di investitori privati e

¹ L'articolo è frutto del lavoro congiunto dei due autori; tuttavia, è possibile ricondurre a Caterina Leone i paragrafi 3 e 4. Per un approfondimento dei temi trattati nell'articolo cfr: M. La Torre (a cura di) *La finanza del cinema*, Bancaria Editrice, Roma, 2006.

istituzionali, nel coprire i gap finanziari che emergono a seguito di una riduzione drastica dei finanziamenti pubblici.

In altri termini, il tradizionale modello di finanziamento delle imprese di produzione cinematografica, che fortemente poggiava sulle diverse forme di soft money erogate a livello istituzionale, non è attualmente più in grado di sostenere coerentemente e fisiologicamente gli investimenti in produzione cinematografica, chiamando invece in causa un più attivo ruolo di banche e investitori istituzionali, come già da tempo avviene nel contesto americano. Qui il progressivo consolidamento delle interazioni tra il settore della produzione cinematografica e i mercati finanziari è riconducibile essenzialmente a due principali circostanze: da un lato, un costante fenomeno di innovazione finanziaria, che ha portato gli intermediari più specializzati a progettare soluzioni nuove (e a volte anche poco convenzionali), inoltrandosi spesso nell'industria dell'intrattenimento e della produzione di beni immateriali o legati alla gestione di conoscenza; dall'altro, una forte crescita delle necessità finanziarie per la produzione e la commercializzazione dei prodotti cinematografici, che a sua volta, ha comportato per le imprese del settore un maggiore bisogno di poter reperire risorse finanziarie e, parallelamente, la necessità di una migliore progettazione e programmazione delle modalità di copertura del budget di produzione e distribuzione.

I dati della media industry. Alle esigenze finanziarie delle imprese corrisponde un naturale interesse di intermediari e investitori istituzionali dettato, in primo luogo, dalle potenzialità di sfruttamento di un settore poco esplorato e in forte crescita. L'industria dei media e dell'intrattenimento² (o Entertainment, M&E), riveste un peso significativo, nell'ambito del sistema economico mondiale, in termini di capacità di attrarre risorse finanziarie: nel 2004, il totale degli investimenti confluiti sul comparto M&E ha raggiunto un controvalore di circa 1,3 mila miliardi di dollari Usa.

La ripartizione per macro aree geografiche riconduce a Stati Uniti e all'area Emea³ (che rappresenta una buona approssimazione dell'Europa) i maggiori investimenti.

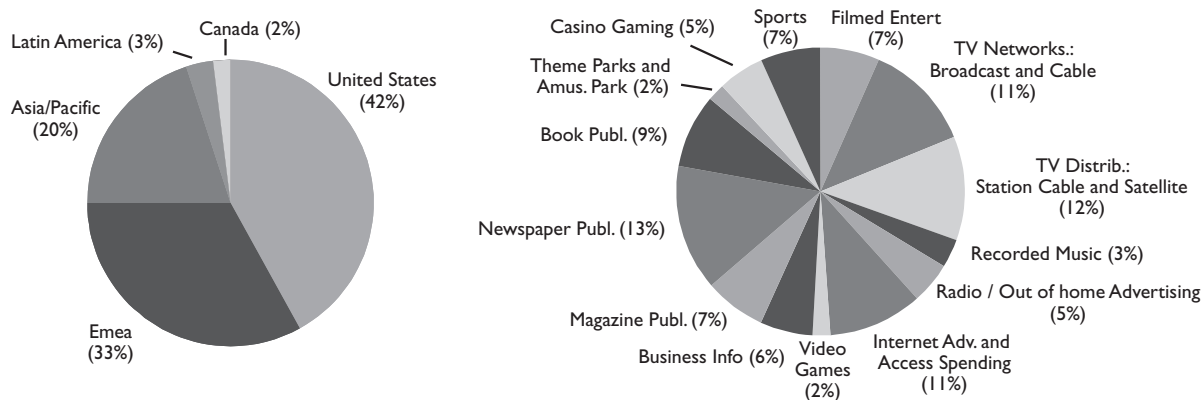
Come riportato nella parte sinistra del grafico 1, agli Stati Uniti è riconducibile la maggior quota degli investimenti del 2004 – 524.777 milioni di dollari, (42% del totale) – mentre al secondo posto si colloca l'area Emea, con il 33%, equivalente a un totale investimenti di circa 417.476 milioni di dollari.

Procedendo alla scomposizione del settore media e intrattenimento, e alla ripartizione degli investimenti totali nei diversi segmenti che lo compongono, risulta, come riportato nel lato destro del grafico 1, che al segmento cinema viene diretto circa il 7% dell'ammontare complessivo degli investimen-

Grafico 1

Dimensione e segmentazione del settore di media e intrattenimento nel mondo

Ripartizione degli investimenti (2004) per Area Geografica e per Segmento



FONTE: GLOBAL ENTERTAINMENT AND MEDIA OUTLOOK 2005-2009; PRICEWATERHOUSECOOPERS

² I dati alla base delle rielaborazioni e delle considerazioni effettuate si basano sui numeri e sulle stime pubblicati nel rapporto *Global Entertainment and Media Outlook 2005-2009*.

³ Nell'aggregato Emea, in aggiunta all'Europa occidentale rientrano anche alcuni Paesi dell'Est europeo (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Romania e Russia) e alcuni paesi del Medio Oriente ed Africa (Israele, Arabia Saudita e altri Paesi Arabi, Sud Africa e Turchia). Emea è l'acronimo di Europe, Middle East, Africa.

ti realizzati nell'industria dei M&E a livello mondiale (equivalenti a circa 84.195 milioni di dollari a fine 2004).

La stessa indagine, condotta per le regioni comprese nell'area Emea, mostra come sia la Gran Bretagna a canalizzare, a fine 2004, la maggior parte degli investimenti con il 17% del totale, seguita dalla Germania (15%) e dalla Francia (11%). L'Italia rappresenta il quarto paese con un peso dell'8% sul totale degli investimenti.

Per quanto riguarda invece la ripartizione per segmenti degli investimenti in M&E nell'area Emea (grafico 2 parte destra), il settore del cinema canalizza, al 2004 – replicando in

questo la ripartizione a livello globale – il 7 % degli investimenti complessivi (pari a 27.424 milioni di dollari).

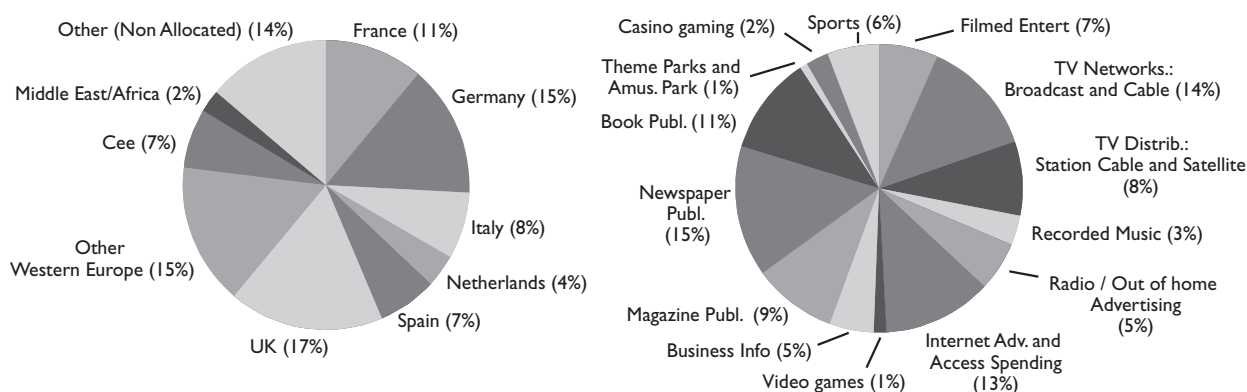
Per quanto riguarda più specificatamente il segmento cinema – tavola 3 – (il cui valore è stimato prendendo in considerazione solo il livello di consumer spending per box office, sale e rental di Vhs e Dvd e on line rentals), i dati prospettici evidenziano un tasso di crescita annuale del 7,1% (Cagr 2004-2009), cui corrisponde un incremento del livello di consumer spending da 84.195 milioni dollari del 2004, a 118.891 milioni nel 2009.

In particolare: l'area Emea risulta essere la regione caratte-

Grafico 2

Dimensione e segmentazione del settore di media e intrattenimento nell'area Emea

Ripartizione degli investimenti (2004) per Regioni e per Segmento



FONTE: GLOBAL ENTERTAINMENT AND MEDIA OUTLOOK 2005-2009; PRICEWATERHOUSECOOPERS

Tavola 3

Filmed entertainment market (dati in milioni di dollari)

Region	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Cagr
United States	26.274	28.961	31.703	33.297	34.971	37.240	39.654	42.300	45.303	48.071	
% Change	7,2	10,2	9,5	5,0	5,0	6,5	6,5	6,7	7,1	6,1	6,6
Emea	15.666	18.375	21.694	24.517	27.424	30.090	32.811	35.628	38.496	41.283	
% Change	21,1	17,3	18,1	13,0	11,9	9,7	9,0	8,6	8,0	7,2	8,5
Asia/Pacific	12.341	13.196	13.722	14.503	15.378	16.196	16.974	17.869	18.991	20.120	
% Change	6,2	6,9	4,0	5,7	6,0	5,3	4,8	5,3	6,3	5,9	5,5
Latin America	1.113	1.185	1.272	1.400	1.606	1.729	1.851	1.977	2.097	2.216	
% Change	11,7	6,5	7,3	10,1	14,7	7,7	7,1	6,8	6,1	5,7	6,7
Canada	2.255	2.642	3.574	4.207	4.816	5.354	5.872	6.320	6.774	7.201	
% Change	22,3	17,2	35,3	17,7	14,5	11,2	9,7	7,6	7,2	6,3	8,4
Total	57.649	64.359	71.965	77.924	84.195	90.609	97.162	104.094	111.661	118.891	
% Change	11,1	11,6	11,8	8,3	8,0	7,6	7,2	7,1	7,3	6,5	7,1

FONTE: PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP, WILLOFSKY GRUEN ASSOCIATES

rizzata dalla crescita maggiore, con un tasso di crescita annuo dell'8,5% (dai 27.424 milioni dollari del 2004, ai 41.283 milioni nel 2009), quindi superiore a quello degli Stati Uniti, la cui crescita annuale è prevista del 6,6% (da 34.971 milioni a 48.071 milioni di dollari). L'Europa, in una visione di lungo periodo, presenta, quindi, stime di crescita superiori a quelle del territorio americano.

3 Nuove opportunità di finanziamento: sistema bancario e mercato dei capitali

Confortati dalla significatività dei dati di settore (storici e prospettici), che sembrano giustificare un interesse da parte del mondo finanziario verso la realtà cinematografica (vale la pena ricordare che per questi ultimi, oltre all'opportunità di investire in un settore potenzialmente remunerativo, si palesa la possibilità di canalizzare risorse su aree di business il cui andamento risulta totalmente decorrelato dai settori più esplorati, offrendo così l'opportunità di diversificare i propri livelli di rischiosità), ci soffermiamo brevemente sul ruolo di banche e mercato dei capitali nei processi di copertura del fabbisogno finanziario delle imprese cinematografiche⁴.

Il canale del credito bancario già rappresenta, per molte società di produzione cinematografica, una fonte di finanziamento ormai indispensabile ai fini della copertura finanziaria di un film, la cui incidenza può arrivare anche fino a un 20-30% del budget totale di produzione. Il tratto essenziale che sembra contraddistinguere gli strumenti di bank financing è la circostanza che, essendo questi prevalentemente strumenti di debito, il loro ricorso non implica per il produttore la dispersione o il frazionamento della sua quota di proprietà sul film. Per contro, la sua possibilità di ricorrervi con successo è subordinata al preventivo rispetto di alcune condizioni in termini di track record e di garanzie offerte all'intermediario, nonché a una progettazione di utilizzo di tali strumenti che sia sostenibile e coerente con i vincoli di budget. In tale ottica, alcune banche d'affari internazionali hanno da tempo ideato e implementato, anche in Europa, diverse architetture finanziarie pensate ad hoc per il cinema e orientate al finanziamento di singoli progetti, di un basket di film o di un'impresa del settore.

Per altro verso, il mercato dei capitali consente di drenare verso le imprese di produzione e distribuzione cinematografica risorse fresche, offrendo forme di finanziamento spesso a elevato grado di elasticità e processi di risk sharing migliori. Tuttavia, un maggior coinvolgimento di investitori privati/istituzionali, e la conseguente possibilità di canalizzarne i risparmi attraverso meccanismi di mercato verso l'industria cinematografica, è subordinato a una maggiore conoscenza reciproca tra operatori del settore e intermediari finanziari, alla necessità di garantire trasparenza e chiarezza nei meccanismi e nelle formule di investimento proposte, a un'onesta esplicitazione delle reali possibilità/opportunità di rendimento, così come dei livelli di rischio connessi a una partecipazione finanziaria più diretta ai progetti filmici. A queste condizioni, il connubio tra cinema e finanza di mercato può risultare un'opportunità di reciproco vantaggio per le parti coinvolte: le imprese, alla ricerca di risorse nuove, e gli investitori interessati a soluzioni di investimento innovative, convenienti e che presentino rendimenti non correlati ai settori industriali cui più abitualmente si accostano, e nei confronti dei quali presentano attualmente maggiore confidenza e familiarità.

Il mercato dei capitali non si pone come un'alternativa esclusiva, ma il ricorso ad esso può essere progettato parallelamente a quello dell'indebitamento bancario e agli accordi tra gli operatori di settore. Tuttavia, diventa indispensabile per le imprese europee che ambiscano a tale diversificazione delle fonti di finanziamento, e alla maggiore flessibilità che ne segue, dotarsi di strutture organizzative e gestionali a ciò funzionali, muovendo da realtà societarie a volte eccessivamente informali e poco intelligibili, verso forme più evolute e nitide. Inoltre, appare decisivo il ruolo svolto dai processi di gestione del rischio, che prende le mosse da una reale comprensione degli asset chiave delle imprese di produzione cinematografica, che possano svolgere il ruolo di garanzie.

Nel contesto italiano, come in quello europeo, il risultato sarebbe di avvicinare il mondo della produzione cinematografica a quello della comunità economica degli investitori, con la finalità ultima di consentire al settore della produzione filmica europea di passare dalla dimensione spesso domestico-ar-

⁴ Per un maggior dettaglio delle tecniche di finanziamento per il cinema si veda: La Torre M. (a cura di), *La Finanza del Cinema*, Bancaria Editrice, Roma, 2006.

tigianale in cui attualmente versa, a una di respiro più vasto, internazionale e, soprattutto, a carattere industriale.

Sul fronte degli strumenti di mercato per il cinema, l'innovazione finanziaria è ricorsa ad alternative tra le più diverse: da strumenti obbligazionari con rendimento parametrato alla performance di box-office del film finanziato (ticket-linked bond), ai fondi d'investimento chiusi per il cinema, alle cartolarizzazioni dei diritti di film prodotti, in produzione o da produrre.

4 L'asset-backed securitisation: il caso DW

Il core business della Dreamworks L.L.C., Dreamworks, fondata agli inizi del 1995 da tre veterani dell'industria dell'intrattenimento, quali Steven Spielberg⁵, Jeffrey Katzenberg⁶ e David Geffen⁷, riguarda principalmente la produzione e la distribuzione di film d'animazione e film d'azione. Dal 1995, anche grazie al ricorso a uno strutturato programma di cartolarizzazioni (tavola 4), articolato su più livelli di emissioni e su diversi anni, la società di produzione ha avuto l'opportunità

Tavola 4

Le Abs di Dreamwork (1997-2002) (valori in milioni di dollari)

Closing date	Scadenza	Ammontare
Dreamworks Film Trust		
24 Novembre 1997	15 Ottobre 2006	325 (in titoli senior)
		10,25 (in titoli subordinati)
Dreamworks Film Trust II		
12 Gennaio 2000	15 Aprile 2009	179 Senior [Class A-1] - (2009)
		46 Senior [Class A-1L] - (2009)
		1 5 0 Senior [Loans] - (2009)
	15 Aprile 2010	1 6 5 Subordinate [Class B] - (2010)
		16,7 Subordinate - (2010)
Dreamworks Funding, LLC		
22 Agosto 2002	Agosto 2011	1 miliardo (Rating Moody's Aaa)

FONTE: REPORT MOODY'S

di reperire le risorse finanziarie necessarie per svilupparsi e consolidare la propria posizione, come leader a livello mondiale, nella produzione di lungometraggi animati e film d'azione. L'operazione di cartolarizzazione che verrà qui presa in considerazione è *Dreamworks Funding LLC*, la terza, in ordine temporale, di un programma di Abs pluriennale e che comporta, tra le sue finalità, quella di rifinanziamento delle emissioni precedenti.

Il background e gli obiettivi dell'operazione. Nell'ottobre 2002, Dreamworks Llc, in qualità di originator, ha effettuato la sua terza cartolarizzazione, anch'essa avente ad oggetto una library di film, ceduta e usata come collateral per l'emissione di titoli asset-backed. L'emissione in questione era garantita da un portafoglio di film di azione e animazione tutti prodotti o co-prodotti da Dreamworks Llc stessa. La library dei 37 film inizialmente inclusi nell'emissione (la struttura prevede infatti la possibilità di incrementare il numero di film conferiti dall'originator allo Spv, nel rispetto di determinate condizioni) comprendeva sia uscite recenti (del 2002) di titoli molto noti al pubblico come *Minority Report* e *Road to Perdition*, sia titoli meno recenti, ma altrettanto celebri, quali *American Beauty*, *Gladiator*, e *A Beautiful Mind*, tutti vincitori di più premi Oscar e campioni di incassi negli Stati Uniti e sul mercato internazionale. L'ammontare dell'emissione era pari a 1 miliardo di dollari di asset-backed securities con scadenza prevista per il 2011. A differenza delle emissioni precedenti, punto di forza di questa terza operazione, è stata la significativa mitigazione del rischio per gli investitori derivante dal fatto che l'emissione fosse corredata di solide misure di credit enhancement, esterno – in particolare, la transazione è stata garantita da Ambac Assurance Corporation, una compagnia assicurativa, a sua volta fornita di un rating pari a tripla A – e interno (costituzione di un reserve account e predisposizione di trigger events per il rimborso anticipato).

I principali obiettivi che Dreamworks mirava a soddisfare per mezzo dell'operazione di cartolarizzazione comprendevano:

- rifinanziamento di alcuni film di azione già usciti al momento della transazione e finanziati precedentemente da Dreamworks Film Trust II (il secondo programma di Abs realizzato da Dw);

⁵ Steven Spielberg è senz'altro uno dei produttori/registi commercialmente di maggior successo mondiale: tra i suoi successi troviamo: *E.T.*, *Jurassic Park*, *I predatori dell'arca perduta*, *Schindler's List*, *Salvate il soldato Ryan*, *Minority Report*.

⁶ Jeffrey Katzenberg è stato chairman di Walt Disney Studios, producendo alcuni dei maggiori successi della divisione lungometraggi animati di Disney (*Chi ha incastrato Roger Rabbit*, *La Sirenetta*, *Il Re Leone*, *La Bella e la Bestia*, *Aladdin*). Prima dell'esperienza in Disney, è stato Presidente degli studi Paramount.

⁷ David Geffen, si è occupato di produzioni musicali, producendo, sotto la propria etichetta gli album di Elton John, John Lennon, Donna Summer, The Eagles ed altri. È stato anche produttore di molti film di successo, tra cui *Risky Business* ed *Intervista con il vampiro*.

- rifinanziamento di alcuni film di azione/animazione già usciti al momento della transazione e finanziati dalla società con risorse reperite al di fuori dei programmi di cartolarizzazione;

- finanziamento di film di azione di prossima uscita prodotti, co-prodotti, o solamente acquistati da Dreamworks.

La struttura della transazione. Da un punto di vista di architettura finanziaria, l'operazione è stata organizzata in modo tale da prevedere le seguenti caratteristiche distintive (grafico 5).

1 Library come collateral. Il finanziamento è garantito dagli attivi trasferiti dall'originator al Spv, e che includono i diritti di proprietà e di sfruttamento economico dei film conferiti nel pool. La library oggetto di cartolarizzazione risulta così composta: i) film passati, ii) recenti iii) e di futura produzione (ma solo 8 settimane dopo l'uscita domestica in sala). Nell'emissione sono, quindi, inclusi inizialmente 37 film (i + ii), cui l'originator potrà, in un momento successivo, aggiungere, cedendoli al trust, anche altri film (iii), con determinate caratteristiche precedentemente fissate. Mediante tale composizione della library cartolarizzata, il trust non si assume alcun rischio di produzione, anticipando però a Dreamworks una percentuale dei ricavi futuri per ogni film ricevuto. A differenza di precedenti emissioni di Dreamworks, la struttura del

pool di film da cartolarizzare è elastica ed espandibile, nel rispetto di predeterminate condizioni.

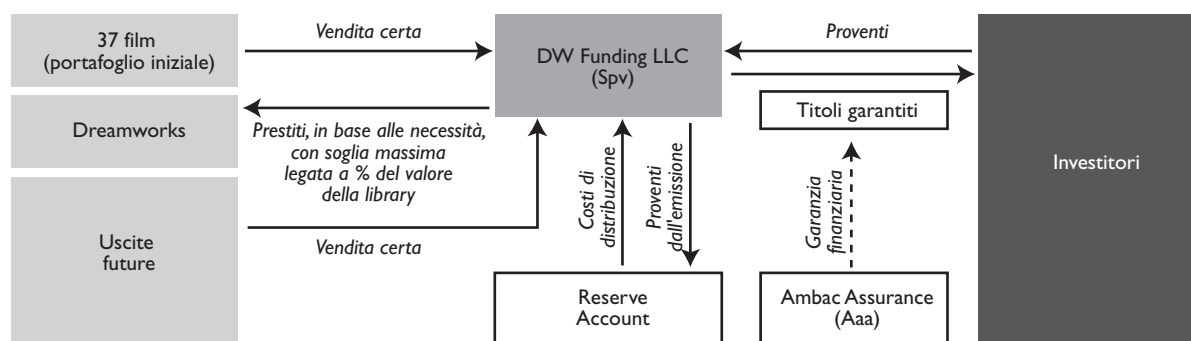
2 Creazione di un Spv con natura di Trust. La costituzione di un bankruptcy-remote special purpose vehicle (Spv), Dw Funding Llc, con natura giuridica di trust, per l'emissione dei titoli Abs, formalmente e sostanzialmente separato dall'originator. Il trust Dw Funding Llc è pienamente legittimato a ricevere tutti i ricavi futuri generati dalla library cedutagli, provenienti dalle finestre di sfruttamento e dai territori contrattualmente previsti.

3 Ricorso a una true sale per la cessione. Al fine di proteggere la struttura e l'integrità della transazione, e così assicurare che i futuri ricavi generati dagli asset isolati vengano effettivamente utilizzati per il rimborso degli investitori, la cessione dei diritti cinematografici da Dreamworks allo Spv avviene per mezzo di una true sale. Tale accorgimento legale preclude a eventuali creditori terzi la possibilità di rivalersi su tali diritti nel caso d'insolvenza, bancarotta o fallimento dell'originator.

4 Il cash flow e le windows di sfruttamento previste. Gli incassi lordi generati dai contratti relativi ai diritti sui film vengono utilizzati per ripagare, in via prioritaria, il finanziamento concesso dagli acquirenti dei titoli emessi. Questi incassi includono la liquidità raccolta in connessione allo sfrutta-

Figura 5

La struttura dell'Abs Dreamworks LLC 2002



FONTE: NOSTRE ELABORAZIONI SU DATI BANKITALIA, ANNO 2005

mento dei film nelle seguenti windows: theatrical (domestico e internazionale), home video, (domestico e internazionale), televisione a pagamento (pay tv) e gratuita (free tv) (domestica e internazionale)⁸. Altri ricavi ancillari, come il merchandising e i ritorni dalla vendita delle colonne sonore, non sono inclusi nella transazione.

5 Ricorso a una struttura revolving. Una delle caratteristiche essenziali della transazione è quella di fornire a Dreamworks una fonte di finanziamento altamente flessibile, in ragione di due circostanze principali: i) la natura revolving dei mezzi erogati, ovvero si tratta di un credito che consente all'originator di prelevare e rimborsare fondi a sua discrezione, nell'ambito di un dato ammontare, di un periodo di tempo specificato e fino a un limite basato su una percentuale del valore dei film trasferiti allo Spv; ii) la possibilità per l'originator di incrementare anche a più riprese, il portafoglio di asset ceduti allo Spv.

In questa direzione, infatti, la natura revolving della struttura, presenta una delle sue caratteristiche chiave, lasciando a Dreamworks la possibilità di aggiungere al portafoglio costituito dai 37 titoli iniziali, in un momento successivo rispetto alla closing date dell'operazione, anche ulteriori film, rispondenti però a caratteristiche ben precise e predeterminate, e, soprattutto, solo 8 settimane dopo la loro uscita domestica nel theatrical. Questa circostanza comporta il grande pregio di liberare completamente il trust-società veicolo da qualunque forma di rischio di produzione: dal momento che i film inseriti a posteriori, entrano a far parte del pool di asset cartolarizzati, solo dopo la loro uscita domestica in sala, non solo si libera lo Spv dal rischio di mancato completamento dell'opera, ma è possibile anche procedere a una migliore e più puntuale stima dei ricavi⁹ che il film presumibilmente sarà in grado di generare nelle finestre di sfruttamento successive al theatrical. Dal punto di vista dei cash flow generati, ciò consente che la transazione benefici non solo della diversificazione del portafoglio in film ancora da lanciare e film già usciti, ma anche di un'importante riduzione del performance risk.

3 Le misure di credit enhancement. L'emissione ha ricevuto dall'agenzia di rating Moody's un giudizio di «Aaa», e ciò sia

per la solidità legale della transazione, sia per le forme di credit enhancement previste per la transazione e che comprendono:

- predisposizione di una garanzia finanziaria esterna (external credit enhancement), emessa da Ambac, società che a sua volta presenta un rating pari a Aaa e che garantisce il pagamento in tempo degli interessi e il pagamento finale del capitale.
- predisposizione di accurate forme di credit enhancement interne, tra cui:
 - previsione di una dynamic reserve account, finanziata dai proventi dell'emissione iniziale (80 milioni di dollari) e poi costantemente mantenuta integra, utilizzata per pagare le spese di distribuzione dei film cartolarizzati;
 - previsione di trigger events: sulla base di indicatori di performance legati all'andamento del portafoglio, alla liquidità degli attivi e alle spese, può sorgere per l'originator l'obbligo di rimborsare anticipatamente per intero o in parte il finanziamento¹⁰.

Se comparate con le precedenti cartolarizzazioni su film effettuate dalla Dreamworks, le caratteristiche strutturali del finanziamento – ovvero significativa riduzione production risk, predisposizione di una true sale, solide misure di credit enhancement interne ed esterne – garantiscono la solidità della transazione, riducono la dipendenza futura dei flussi generati dal portafoglio dalla Dreamworks e offrono maggiori garanzie agli investitori, rendendo l'investimento più appetibile e garantendone, in ultima istanza, il successo.

5 Conclusioni

Cinema e finanza possono trovare, anche in Italia, un terreno di incontro proficuo e stabile. Le determinanti che spingono verso un avvicinamento tra gli operatori del settore e gli intermediari finanziari stanno, da anni, lavorando in tal senso.

Dall'analisi svolta, emerge come il ricorso al canale bancario e al mercato dei capitali non siano alternative che si escludono a vicenda. L'operazione Dw dimostra come il mercato dei capitali spesso si ponga, anche nel cinema, come un'alternativa a sostegno del canale creditizio.

⁸ Da sottolineare, che Dreamworks ha in essere accordi con numerose grandi reti televisive, a pagamento e gratuite, sia nel mercato domestico che nel mondo, a condizioni spesso molto vantaggiose, che le garantiscono con una certa stabilità, una significativa porzione dei ricavi.

⁹ Spesso, già dopo il primo week end di uscita in sala, è possibile, con buona approssimazione, procedere a valutazioni sulle possibilità di ritorno future del film.

¹⁰ Tra tra gli eventi più significativi per il rimborso anticipato, ricordiamo: Mancato rispetto di predeterminati ratio di liquidità per un dato periodo; Il verificarsi di un'insufficienza di fondi per pagare interessi, commissioni e spese alla scadenza; Insufficienza di fondi per pagare titoli emessi per un numero di scadenze consecutive; Default del Sales and Servicing Agent; Dichiarazioni o Garanzie (representation or warranty) effettuate dall'emittente false o incorrette; Mancato rispetto continuato per più di 15 giorni da parte dell'emittente di un covenant o agreement; Eventuale cambio di controllo sulla società originator (Dreamwork).

Diventa indispensabile, in ogni caso, per le imprese cinematografiche che ambiscono a tale diversificazione delle fonti di finanziamento, e alla maggiore flessibilità che ne consegue, dotarsi di strutture organizzative e gestionali a ciò funzionali, muovendo da realtà societarie a volte eccessivamente informali e poco trasparenti, verso forme più evolute e strutturate.

Alla stessa stregua, per gli intermediari finanziari e gli investitori istituzionali che volessero cogliere le opportunità di ingresso in un nuovo segmento di mercato, assume fondamentale importanza acquisire conoscenza delle dinamiche produttive e di quelle finanziarie del settore cinematografico, come pure la capacità di adattare a tale contesto le architetture finanziarie disponibili.

I driver di mercato hanno svolto, anche in Italia, il loro lavoro; ora è giunto il momento che le controparti interessate producano gli sforzi necessari per dare seguito a un percorso che negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei, è già in stadi avanzati.

BIBLIOGRAFIA

- F.Ar.M. – Film Art Management** - Master in Gestione delle Imprese del Cinema e dell'Arte - Università di Roma «La Sapienza», Facoltà di Economia, Materiale Interno, 2006;
- La Torre M.**, *Le Banche nel cinema: un modello di gestione del credito cinematografico*, *Bancaria*, n°12, 2003;
- La Torre M.**, «Economia e dinamiche finanziarie del cinema», in *Bancaria*, 10/2003;
- La Torre M.** (a cura di), *La Finanza del Cinema*, Bancaria Editrice, Roma, 2006.
- PriceWaterHouseCoopers**, *Global Entertainment and Media Outlook 2005-2009*.