

Le banche nel cinema: un modello di gestione del credito cinematografico

Un mercato del credito che nasce e vuole svilupparsi con credibilità, indipendentemente dal modello adottato, non può affrancarsi da un sostegno strutturato degli intermediari finanziari: solo così il cinema potrà sperare di annoverare in futuro tra i propri finanziatori abituali anche gli investitori istituzionali e la clientela retail e private. In tal modo il matrimonio tra cinema e finanza potrà essere celebrato oltre che sugli schermi anche sui mercati.

Mario La Torre

Università «La Sapienza» di Roma

1 Introduzione

Il presente lavoro si pone come continuazione di un precedente articolo sulle dinamiche finanziarie della produzione cinematografica¹. Lo studio citato ha analizzato le principali variabili economico-finanziarie del processo di produzione filmica e le principali forme di copertura del budget di produzione utilizzate dalle imprese cinematografiche europee. L'analisi ha posto in rilievo come il fabbisogno finanziario di una produzione cinematografica sia soddisfatto principalmente tramite risorse interne al settore (pre-vendite dei diritti dell'opera filmica, co-produzioni e anticipi provenienti dalla distribuzione) e finanziamenti istituzionali, nazionali o comunitari. Lo studio delle dinamiche di mercato e delle novità giuridico-istituzionali del settore cinematografico europeo ha mostrato la necessità di ricercare nella finanza privata una possibile risorsa alternativa per il finanziamento della produzione cinematografica. La riduzione delle percentuali di copertura del budget di produzione assicurate dai nuovi sistemi di sostegno pubblico vigenti in Europa e l'andamento incerto delle risorse provenienti dalla pubblicità, con conseguente riduzione dei fondi garantiti dalle pre-vendite sui mercati televisivi, dettano la necessità di una maggiore vicinanza tra i mercati finanziari e l'industria del cinema.

1 Ci si riferisce all'articolo «Economia e dinamiche finanziarie del cinema» pubblicato sul numero di ottobre di questa rivista.
2 L'autore desidera ringraziare i docenti del Master MGF Media & Spettacolo dell'Università di Roma «La Sapienza» che, in qualità di esperti di settore, hanno sostenuto con le proprie riflessioni la definizione del presente lavoro. Un ringraziamento particolare ad Alberto Pasquale, Enzo Porcelli e Bruno Zambardino, preziosi interlocutori in materia di distribuzione, produzione e assetto istituzionale del mercato cinematografico. Un sentito ringraziamento anche a BNL, Interbanca e Société Générale per la vicinanza dimostrata all'attività di ricerca e per il materiale reso disponibile. Infine, grazie a Claudia Bedogni: senza il

In tale ottica si pone l'obiettivo di definire un modello di gestione del credito cinematografico². Sulla base dell'analisi del processo di produzione filmica, è stato necessario costruire una tassonomia delle tipologie di rischio e delle relative determinanti associabili al credito cinematografico. L'indicazione delle misure gestionali riconducibili ai diversi rischi è stata poi contestualizzata nell'analisi delle principali forme di finanziamento adottate da quei pochi intermediari bancari europei che hanno sviluppato un expertise nel settore. Si è potuto evidenziare come, sia le forme di credito indiretto che i finanziamenti più innovativi, riconducibili a processi di securitisation del mercato dei capitali, non possano prescindere da una consapevole valutazione del processo produttivo di un film e dei suoi più intimi caratteri finanziari. Solo in tal modo un banchiere può essere in grado di implementare le politiche gestionali opportune e di adottare le forme tecniche di finanziamento più coerenti con le esigenze finanziarie del progetto filmico: solo così un banchiere potrà essere invitato a un'anteprima senza avere l'impressione di essere stato l'unico a pagare il biglietto.

2 Una tassonomia dei rischi

L'ingresso degli intermediari finanziari nel mercato del credito cinematografico neces-

suo apporto critico e paziente questo lavoro non avrebbe avuto vita. L'autore, rimane inteso, è l'unico responsabile di quanto scritto.

sita, da parte di questi, di una piena consapevolezza dei rischi e di una capacità interpretativa della catena finanziaria costruita per il singolo progetto sostenibile.

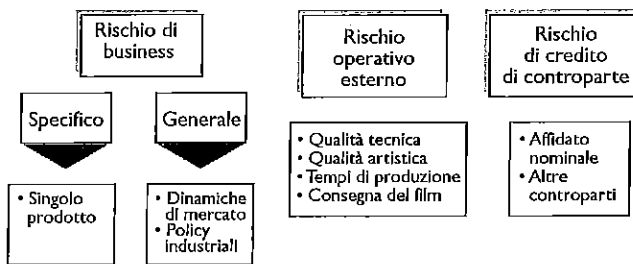
Una tassonomia dei rischi associabili al credito cinematografico e delle relative determinanti (grafici 1 e 2) appare dunque indispensabile. Nella classificazione proposta, ognuno dei rischi della produzione filmica è ricondotto a una categoria tipica dei rischi finanziari attraverso una decodificazione linguistico-concettuale che trova le proprie ragioni nell'analisi del processo di produzione cinematografica, nella teoria dell'intermediazione finanziaria e nelle sue forme di regolamentazione. I tipici rischi finanziari presentano, quando contestualizzati nell'ambito della produzione cinematografica, una specificità di determinanti che ne rendono complesso il processo di individuazione, misurazione e gestione.

Il finanziamento cinematografico comporta, in primo luogo, un rischio di business specifico, ovvero un rischio riconducibile allo specifico prodotto finanziato (production risk). Al riguardo, è importante sottolineare come il maggiore o minore successo di un film, il cui parametro più immediato e condizionante è rintracciabile nella performance dei ricavi theatrical, sia determinato da elementi difficilmente stimabili. L'analisi del gusto dei consumatori è, attualmente, oggetto di ricerche approfondite da parte delle imprese cinematografiche più sofisticate e degli organismi istituzionali del settore, nazionali e comunitari. Nondimeno, la risposta del pubblico rimane una variabile imprevedibile, quando valutata ex ante, e tale circostanza contribuisce a rendere difficile la stima della probabilità di default, della perdita attesa e delle perdite effettive riconducibili al singolo progetto o all'impresa finanziata.

L'analisi degli strumenti di finanziamento di mercato porrà in evidenza come, per limitare il rischio di business specifico, le banche finanziatrici richiedano il rispetto, da parte della produzione, di alcuni covenants, stimati anche sulla proiezione di dati storici disponibili, che siano in grado di assicurare un grado minimo di prevedibilità dei ricavi. È il caso, ad esempio, di quelle condizioni che prevedono l'impiego di registi e attori di successo; i track records di regista e attori principali consentono, di fatto, una stima meno approssimata della performance del film oggetto di analisi. Alla stessa stregua,

Grafico 1

I rischi del credito cinematografico



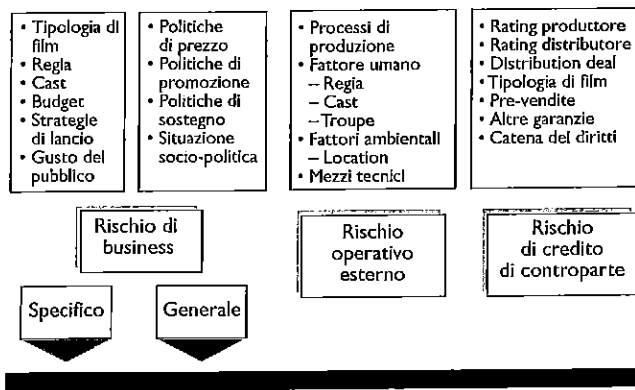
progetti di sequel che riproducono elementi tecnici, artistici e commerciali già sottoposti a una prima risposta del pubblico sono riconducibili a finanziamenti che sopportano un minor grado di rischio di business.

Il rischio di prodotto è strettamente correlato al rischio di processo. Esiste, di fatto, per ogni produzione filmica, l'eventualità che la qualità tecnica e artistica della produzione risulti distante da quella programmata o che la produzione stessa subisca variazioni nei tempi o, nella peggiore delle ipotesi, non giunga mai a termine. Tale rischio, per la banca, è configurabile, quale rischio operativo esterno, riconducibile dunque non alla banca finanziatrice, come nella classica accezione della vigilanza regolamentare degli intermediari finanziari, ma al soggetto finanziato. Il verificarsi degli eventi descritti, può essere spiegato, di fatto, sia dall'inadeguatezza dei processi e dei sistemi interni all'impresa cinematografica, sia da fattori umani, così come da circostanze esterne e ambientali.

Il rischio operativo presenta due caratteristiche distintive: si configura come rischio negativo, in quanto può determinare solo perdite; in più, non essendo caratterizzato da una relazione rischio-rendimento, può essere eliminato o coperto ma solo in parte gestito. Sotto il primo aspetto, il rischio operativo cinematografico produce due tipologie di effetti: uno a livello monetario, l'altro di natura economica. Il primo è determinato da un mancato rispetto del piano di lavoro che obbliga a un utilizzo delle risorse finanziarie diverso da quello programmato. Il secondo, se dettato da uno scadimento qualitativo del prodotto finito, determina un impoverimento dei ricavi, se motivato da un mancato completamento del prodotto

Grafico 2

Determinanti e rischi del credito cinematografico



stesso, elimina totalmente ogni possibilità di ricavo e, dunque, per il finanziatore, ogni possibilità di rientro dell'investimento. La copertura, totale o parziale, del rischio operativo cinematografico rappresenta l'unica forma di gestione percorribile. Gli intermediari bancari realizzano tale copertura trasferendo il rischio su operatori specializzati rappresentati, per lo più, da imprese di assicurazione. Si vedrà come gli schemi di finanziamento di mercato prevedano la presenza di una terza controparte in grado di assumersi il rischio di completamento e consegna del prodotto. Il ruolo di tali intermediari è di fondamentale importanza in un processo di affidamento in quanto, non solo consente al finanziatore il trasferimento del rischio, ma lo esonera dall'approntare al proprio interno sistemi di monitoraggio del processo produttivo, amministrativo e contabile dell'affidato che richiederebbero risorse umane specializzate e costi elevati.

Anche per il settore cinematografico, la valutazione del rischio di credito trova una variabile cruciale nella stima del merito creditizio dell'affidato. La stima del rischio di credito di controparte per il finanziamento cinematografico propone, tuttavia, una prima difficoltà nell'esatta individuazione della controparte da valutare. L'analisi del distribution deal spiega come gli accordi tra produttore e distributore incidano sulla tempistica, sulla misura e sulle priorità dei flussi di ricavo che spettano alla produzione e alla distribuzione³. Lo studio degli accordi di distribuzione, della titolarità dei diritti in capo al produttore e al distributore e delle priorità che questi posso-

no vantare nello sfruttamento dei diritti può creare una dissociazione tra affidato in senso tecnico e controparte sulla quale valutare il merito di credito. Si consideri, a titolo di esempio, il caso di un finanziamento accordato a una produzione per un progetto che coinvolge una piccola distribuzione indipendente. In tale ipotesi, la possibilità per il produttore di vedersi corrisposte le proprie quote, così come il grado di copertura dei costi di produzione, non dipenderà solamente dalla performance del film sul mercato ma anche dagli accordi finanziari contenuti nel distribution deal e dalla capacità di sfruttamento da parte del distributore dei diritti relativi ai mercati successivi al theatrical. Questo sarà tanto più vero nel caso in cui il distribution deal è articolato sul metodo a scaglioni che dilata i tempi di rientro delle quote produttore rispetto ad altri schemi di accordo, a parità di performance del prodotto e di percentuali di ripartizione⁴. Ecco come la natura dell'accordo di distribuzione possa comportare un differente merito di credito del produttore in relazione allo specifico progetto, e come gli accordi finanziari interni al settore possano obbligare a ricondurre anche al distributore il merito di credito di controparte. Diviene, dunque, indispensabile, per il finanziatore che vuole stimare le possibilità di rientro del proprio investimento, valutare in modo congiunto le controparti coinvolte nel progetto filmico e gli accordi tra queste stabilite nel distribution deal.

La valutazione tecnica del merito di credito della controparte non presenta per il credito cinematografico specifiche peculiarità rispetto agli altri settori. Tuttavia, gli schemi di finanziamento innovativi prediligono la creazione di uno Spv creato ad hoc che detenga il diritto alla riscossione dei ricavi. Tale prassi contribuisce a isolare gli assets finanziati dal bilancio dell'impresa finanziata limitando l'esposizione della banca verso il rischio di credito di controparte. Un simile schema risulta particolarmente utile nei finanziamenti alle co-produzioni per i quali la stima del merito di credito delle diverse produzioni coinvolte può risultare particolarmente difficile e laboriosa.

Un'ulteriore difficoltà riconducibile alla gestione del rischio di credito di controparte nel settore cinematografico è rappresentato dalla tipologia di garanzie richieste dall'intermediario per la mitigazione del rischio stesso. Al riguardo, ri-

³ Il distribution deal è un contratto con il quale produttore e distributore si accordano circa la cessione dei diritti di sfruttamento di un film. Per un'analisi dettagliata delle dinamiche finanziarie del distribution deal si veda La Torre M, 2003 (b).

⁴ Il distribution deal con metodo a scaglioni prevede che i ricavi generati dallo sfruttamento dei diritti vengano destinati in primo luogo alla fee di distribuzione e alla copertura dei costi sostenuti dal distributore.

levano due ordini di problemi: il primo riferibile all'evoluzione storica del mercato del credito cinematografico; il secondo alle modalità di finanziamento e all'expertise degli intermediari. Con riferimento al primo aspetto, è opportuno ribadire come, in un mercato poco evoluto, come quello del credito filmico, caratterizzato da una scarsa conoscenza reciproca tra affidati e finanziatori, la forma di mitigation comunemente richiesta è quella delle garanzie reali. Tuttavia, le imprese di produzione e distribuzione cinematografica non si caratterizzano, generalmente, per elevati investimenti in attività reali. Ne consegue che tali forme di garanzia sono distanti dalla natura del ciclo produttivo del settore e, dunque, si configurano come le più difficili da prestare. D'altro canto, gli assets tipici delle aziende del settore sono rappresentati dai diritti delle opere filmiche; questi costituiscono, insieme ai contratti di rivendita stipulati, la forma di garanzia più naturale per il credito cinematografico. L'individuazione dei diritti in capo al finanziato, e la loro valutazione, richiede, tuttavia, tempi e know how che possono non risultare compatibili con le urgenze finanziarie degli affidati e con l'expertise dei finanziatori. Ne consegue come sia di cruciale importanza la presenza, sul mercato del credito, di operatori in grado di effettuare, a costi praticabili e con tempi percorribili, le valutazioni dei diritti riconducibili a un'opera filmica; l'assenza di tali intermediari circoscrive ai soli contratti di cessione dei diritti stipulati le forme di garanzia per il credito cinematografico ordinario mentre l'utilizzo pieno dei diritti delle library d'impresa rimane praticabile per le sole operazioni di finanza straordinaria.

Un'ultima categoria di rischio, riconducibile al credito cinematografico, può essere rintracciata nel rischio di business generale (anche industry risk). In questa categoria rientra l'alea spiegata da fattori di mercato indipendenti dalla produzione e non governabili dall'impresa; così, la performance di un film può essere condizionata da dinamiche di mercato – quali policy industriali errate promosse da associazioni di categoria come da organismi istituzionali – politiche culturali, di sviluppo e di formazione poco incisive o, in via indiretta, dalla specifica congiuntura economico-politica.

Rischio di business, specifico e generale, rischio di credito di controparte e rischio operativo esterno costituiscono, dun-

que, le principali categorie di rischio riconducibili al credito cinematografico. La natura di tali rischi e le relative manifestazioni monetarie ed economiche classificano i debitori cinematografici quali prenditori in posizione speculativa, ovvero quali operatori esposti, per orizzonti temporali circoscritti, a registrare impegni contrattuali di pagamento in eccesso rispetto ai flussi di cassa in entrata⁵. Al finanziatore il compito di valutare se tali dinamiche siano fisiologiche e coerenti con le caratteristiche del ciclo di produzione, e dunque circoscritte al breve-medio periodo, o se costituiscano il segnale di una posizione ultraspeculativa e di un'incapacità del debitore di onorare il proprio debito. In tale ottica, una corretta valutazione del merito di credito, e la predisposizione di tecniche di finanziamento pensate ad hoc per il settore, diminuiscono il rischio che tensioni finanziarie tipiche del processo produttivo cinematografico trasformino produzioni e distribuzioni in posizione speculativa in realtà operative ultraspeculative.

Alla luce delle osservazioni precedenti, risulta importante che gli intermediari finanziari implementino politiche di gestione volte a limitare, diversificare, redistribuire e monitorare i rischi contenuti nei finanziamenti al settore (grafici 3 e 4). In tale ottica, si vedrà come i nuovi strumenti di finanziamento consentano di porre in essere politiche di limitazione del rischio, e come queste siano volte principalmente a minimizzare il rischio di business e quello di controparte. Così pure, si rileverà come il ricorso a garanzie esterne o a pratiche di coassicurazione contribuisca in modo significativo a ridurre l'esposizione alle diverse tipologie di rischio e, in particolar modo, risulti funzionale allo sharing del rischio operativo esterno. L'implementazione di un'attività di monitoring, infine, è indispensabile per il controllo del rischio di business specifico del rischio di controparte e di quello operativo esterno.

Per gli intermediari più evoluti, spesso, il sostegno al settore non rimane circoscritto a singoli, sporadici finanziamenti ma si risolve in un'assistenza finanziaria che poggia su relazioni stabili e strutturate con la propria clientela. Tale attitudine consente di creare un portafoglio di prestiti di settore e di porre in essere politiche di gestione orientate alla diversificazione.

Il passaggio a un approccio di portafoglio, costruito a valere su più progetti riconducibili a una stessa impresa o a singo-

⁵ Ci si riferisce al noto modello di Minsky che distingue gli operatori economici in operatori in posizione coperta, per i quali le spese correnti sono coperte da entrate correnti, operatori in posizione speculativa e operatori in posizione ultraspeculativa, per i quali le entrate sono inferiori alle uscite e i ricavi non sono sufficienti a ripagare gli interessi sui debiti.

li progetti promossi da imprese diverse, non solo consente di ridurre ulteriormente il grado di esposizione al rischio di business specifico e al rischio di credito di controparte, ma rappresenta l'unica via percorribile per un possibile governo del rischio operativo, che non passi attraverso il trasferimento del rischio a controparti esterne, e del rischio di business generale. In tal senso, l'approccio di portafoglio si risolve in una minore esposizione al rischio operativo complessivo e, dunque, in un minor costo di assicurazione.

In un'ottica di rischio di business generale, infine, la concentrazione del rischio sul settore che deriverebbe dalla costruzione di un portafoglio prestiti cinematografico, potrà essere gestita nell'ambito del portafoglio prestiti complessivo della banca attraverso una stima adeguata della componente cinema sul totale degli impieghi in altri settori (grafici 3 e 4).

Grafico 3
La gestione dei rischi del credito cinematografico

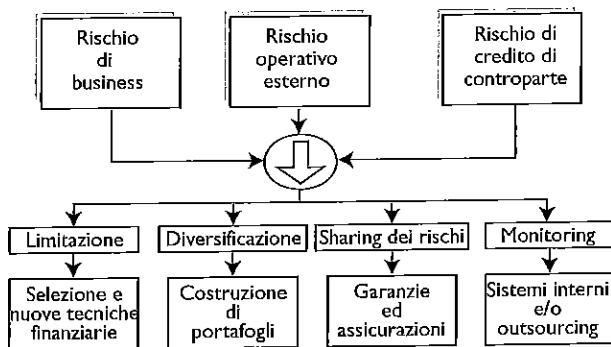
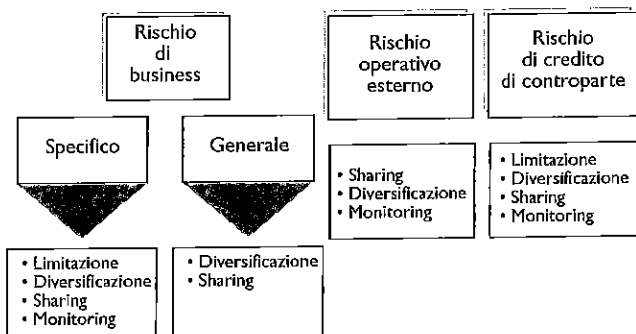


Grafico 4
Le politiche di gestione per i singoli rischi



3 Il ruolo degli intermediari finanziari per una finanza del cinema

Si è visto come la copertura del fabbisogno finanziario della produzione cinematografica sia sostanzialmente realizzata attraverso il meccanismo delle pre-vendite e quello dei fondi istituzionali. Si è anche evidenziato come la quota del budget coperto dalle pre-vendite sia dipendente dalla natura del prodotto e dall'andamento del ciclo economico, mentre quella coperta tramite fondi istituzionali sarà determinata dai nuovi principi di assegnazione dei fondi e di restituzione del prestito e dalle più ridotte aliquote di copertura. La necessità del settore cinematografico di rintracciare forme di finanziamento alternative a copertura del gap finanziario riconduce all'opportunità di un'intensificazione dei rapporti tra imprese di produzione e di distribuzione e sistema finanziario. Questo passaggio trova due interlocutori naturali negli intermediari bancari e negli investitori istituzionali in grado di assicurare assistenza finanziaria e di facilitare l'accesso delle imprese del settore alle risorse disponibili sul mercato dei capitali.

A differenza degli Stati Uniti e dell'Uk, in cui le prassi finanziarie contemplano da tempo la partecipazione attiva degli intermediari al sostegno dell'attività cinematografica, nell'Europa continentale, e in particolare in Italia, i rapporti tra banche, investitori istituzionali e imprese cinematografiche hanno cominciato solo di recente a essere oggetto di seria attenzione.

Le nuove tipologie di finanziamento del credito cinematografico. Nei principali paesi europei il sostegno degli intermediari bancari al cinema risulta poco significativo. I finanziamenti accordati alle società di produzione e distribuzione si risolvono, per lo più, in linee di credito concesse a fronte di sconto di contratti di pre-vendita. È facile intuire come la percezione del merito di credito dell'impresa affidata, e la rischiosità riconducibile ai progetti finanziati, risulti fortemente condizionata da una simile prassi finanziaria, le cui determinanti di fondo sono rintracciabili unicamente in una customer relationship «a conduzione familiare». Così pure, è immediato comprendere come simili forme di assistenza finanziaria, unite a una limitata conoscenza del business specifico, non possano non risolversi in timide esposizioni del singolo

intermediario, e dell'intero sistema bancario, nei confronti del settore cinematografico.

Eppure, le esperienze dei paesi più avanzati propongono da tempo modelli di gestione del credito cinematografico e tecniche di finanziamento innovative pensate ad hoc per il settore e in grado di coprire il gap finanziario che residua una volta esaurite le risorse interne al settore e quelle istituzionali.

Il finanziamento sul mercato del credito. In un'ottica tradizionale, l'innovazione finanziaria ha dato vita a prodotti di finanziamento riconducibili agli schemi di credito indiretto, che prevedono l'erogazione da parte di un intermediario bancario dei fondi necessari a colmare il gap finanziario delle imprese cinematografiche. Tali prodotti, originariamente pensati per il sostegno delle produzioni, sono utilizzati anche per il finanziamento della distribuzione.

È possibile ricondurre le numerose opzioni strutturali applicate nella prassi, a due tipologie: quella del single project financing, in cui il finanziamento concesso riguarda un singolo progetto cinematografico, e quella del portfolio project financing, in cui il finanziamento ha per oggetto un determinato numero di progetti. Di seguito tali prodotti sono illustrati riferendosi a schemi di finanziamento della produzione.

Il single film financing (grafico 5) si risolve in un finanziamento accordato alla produzione di uno specifico film e può essere erogato sia in fase di pre-produzione che durante la produzione stessa. Il finanziamento è concesso a fronte del valore dei diritti di distribuzione preveduti ed è, dunque, indipendente dall'effettiva performance del film al box-office. Rispetto a una linea di credito tradizionale, il single film financing presenta alcune importanti differenze. La struttura si avvale di uno Special purpose vehicle (Spv) che ha una doppia funzione: acquisire dal produttore la titolarità dei flussi generati dai diritti negoziati, che in base agli accordi di distribution deal risultano di pertinenza del produttore stesso (su tali diritti è parametrato l'ammontare del finanziamento); effettuare il servicing dei flussi finanziari dell'operazione. Di fatto, la banca concede un prestito allo Spv, a fronte dei diritti sui flussi da questo acquisiti, e lo Spv utilizza il prestito per corrispondere al produttore il finanziamento, sotto forma di prezzo di cessione. In una seconda fase, lo Spv riceverà dai distributori i flussi mo-

netari relativi ai diritti acquisiti dal produttore e li retrocederà alla banca a rimborso del prestito.

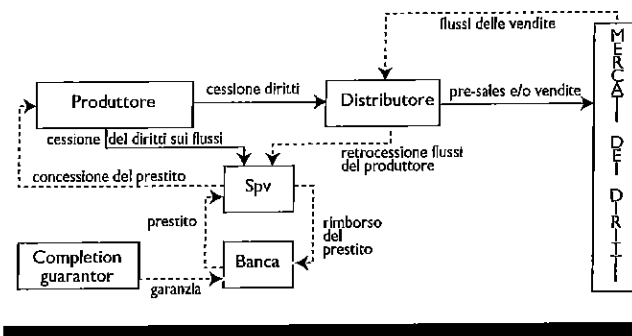
Una simile struttura si differenzia, nella sostanza economica, da un semplice sconto dell'importo relativo alle pre-vendite, consentendo di limitare e gestire alcuni dei rischi tipici del finanziamento cinematografico.

In primo luogo, la cessione allo Spv dei flussi riconducibili ai diritti oggetto del contratto permette di isolare le specifiche attività dallo stato patrimoniale del produttore e consente alla banca finanziatrice di concentrare la propria istruttoria sul singolo progetto, piuttosto che sul merito creditizio dell'impresa. Inoltre, l'isolamento degli asset che fungono da collateral dell'operazione, realizza una maggiore trasparenza dei flussi monetari e facilita il risk sharing con terze controparti: generalmente, una simile struttura prevede, a fianco della banca finanziatrice, la presenza di un intermediario, solitamente un'impresa di assicurazione, che offre una garanzia (completion guarantee) sul rischio di completamento dell'opera.

Il ruolo del completion guarantor assume estrema importanza poiché questi assolve al doppio compito di vigilare sulla regolarità del piano di lavoro del film, al fine di assicurare il completamento e la consegna del prodotto nei tempi pre-determinati con la distribuzione, e di coprire il rischio economico di un eventuale mancato completamento o mancata consegna del prodotto. In tal modo, la banca finanziatrice ha la certezza che qualsiasi difficoltà riconducibile agli elementi tecnici e artistici della produzione non pregiudicherà la rimborsabilità del prestito.

Grafico 5

Il single film financing



L'utilizzo di una simile struttura consente, dunque, alla banca di ricondurre il rischio del finanziamento a due sole variabili fondamentali: il rischio di controparte riferito ai distributori coinvolti nell'operazione, poiché i flussi finanziari destinati al rimborso del prestito provengono dalla capacità delle distribuzioni di sfruttare i diritti e onorare il trasferimento dei flussi; il gap non coperto dal completion guarantor che definisce l'esposizione sul rischio operativo esterno.

Nell'ottica del produttore, il single film financing offre diversi vantaggi. In primo luogo, si tratta di una forma di finanziamento che non grava sul passivo dell'impresa di produzione: di fatto, il meccanismo della cessione dei diritti allo Spv non comporta un aumento dell'indebitamento finanziario dell'impresa produttrice. In secondo luogo, l'isolamento delle attività oggetto di cessione consente il ricorso a tale sostegno finanziario anche a imprese giovani, o che non presentino track records brillanti, ma che possono proporre un progetto con apprezzabili potenzialità commerciali. In terzo luogo, poiché il rischio di controparte è riconducibile principalmente alle distribuzioni che hanno acquisito i diritti oggetto del finanziamento, il produttore potrebbe essere in grado di porre in essere un arbitraggio positivo sul costo del finanziamento nel caso in cui il merito di credito del distributore risulti superiore al proprio. Per altro verso, poiché la struttura non consente alla banca un ricorso nei confronti del produttore, quest'ultimo rinuncia a tutto l'upside risk riconducibile ai flussi generati dai diritti.

Per le caratteristiche descritte, il single film financing è uno strumento utilizzato all'estero per il finanziamento di produzioni indipendenti che presentino budget medio-alti e tempi di rientro intorno ai 2 anni circa.

Un approccio sistematico, tipico degli intermediari più dinamici nel settore, prevede politiche gestionali di portfolio project financing, orientate al sostegno di più progetti riconducibili a una stessa impresa, eventualmente replicabile per una compagine diversificata di imprese.

Anche l'approccio di portafoglio consente numerose alternative strutturali; tuttavia, per semplicità tassonomica è possibile ricondurre le diverse strutture a due opzioni: la revenues discounting credit facility e il film slate financing (grafici 6 e 7).

Entrambe le strutture prevedono la concessione a un'impresa di produzione di una linea di credito revolving garantita da diritti relativi a un pacchetto determinato di film in fase di pre-produzione o produzione. Il contratto prevede un importo massimo disponibile e un numero massimo di film finanziabili nel periodo. Ogni singolo film del basket iniziale, e di quello revolving, è soggetto ad approvazione della banca finanziatrice. Nell'ambito della disponibilità concessa, il produttore può effettuare tiraggi per finanziare le produzioni incluse nel basket, nei tempi e nel rispetto delle modalità di rimborso previsti. Come per il single film financing, anche in questo caso la presenza di un completion guarantor assicura la banca creditrice sul rischio di completamento e consegna dei prodotti.

Nello schema di revenues discount facility il rapporto tra produttore e banca finanziatrice è diretto: il produttore cede alla banca il diritto sui flussi di propria pertinenza generati dalle pre-

Grafico 6

Revenues discount facility

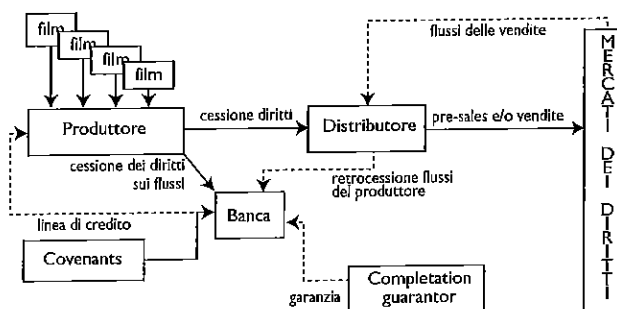
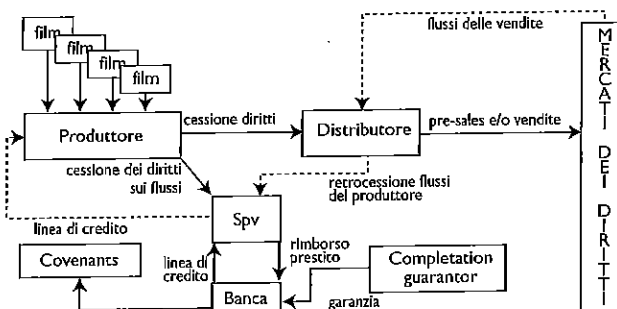


Grafico 7

Film slate financing



vendite; nel film slate financing, lo schema prevede la presenza di uno Spv che svolge la medesima funzione prevista nel single film financing. Solo nella prima ipotesi, dunque, la banca ha una possibilità di ricorso diretto nei confronti del produttore.

La circostanza che il finanziamento sia destinato a un portafoglio di film piuttosto che a un singolo progetto, se da un lato offre alla banca finanziatrice l'opportunità di operare una diversificazione del rischio di business per tipologia di prodotto, dall'altro impone alla stessa la necessità di un monitoraggio più intenso delle dinamiche operative e gestionali attuate dall'impresa affidata. Per tale ragione gli schemi di portfolio financing sono sempre caratterizzati dalla previsione di covenants che l'impresa affidata deve rispettare. La natura delle singole operazioni suggerisce differenti combinazioni dei parametri imposti a garanzia. Tuttavia, è naturale che in uno schema di revenues discount facility l'attenzione della banca finanziatrice sia maggiormente concentrata sul merito di credito del produttore che risponde in proprio di un'eventuale insufficienza dei flussi di cassa generati dallo sfruttamento dei diritti. Per tale motivo, lo schema prevede, generalmente, una serie di covenants che vanno dall'impegno del produttore a investire un livello minimo di equity nei progetti oggetto di finanziamento a impegni sulla qualità della campagna pubblicitaria o sul numero di copie stampate.

Nello schema dello slate film financing, poiché si tratta di struttura non-recourse, accanto alle condizioni tipiche del revenues discount facility assumono importanza anche l'adeguatezza della rete di distribuzione utilizzata per i film del portafoglio e il merito di credito dei distributori. In più, è generalmente richiesto che la linea di credito non recourse sia l'unica forma di finanziamento di mercato utilizzata dal produttore per i progetti in portafoglio. Infine, la necessità di assicurare la regolarità dei flussi in entrata richiede una revisione periodica delle pre-vendite, della performance di ogni singolo film e del portafoglio complessivo nonché dei costi sostenuti dalla produzione, ai quali viene spesso imposto un cap su determinate tipologie di spese e un floor sugli investimenti minimi stabiliti. In entrambi gli schemi, infine, l'esigenza di certezza nella destinazione dei flussi impone la predisposizione di un piano di priorità nella distribuzione del cash flow (waterfall).

Gli strumenti di finanziamento di portafoglio realizzano, per la banca finanziatrice, una maggiore diversificazione del rischio rispetto allo schema del single film financing; tuttavia, a fronte di tale vantaggio, il lender deve essere in grado di applicare un sistema di monitoraggio che assicuri una regolare gestione dei prodotti e dei diritti ad essi riconducibili. Il pacchetto di covenants agganciato al finanziamento deve essere adeguatamente pensato e ritagliato in base alle esigenze della specifica struttura finanziaria; una simile attitudine richiede un contemporaneo expertise in materia finanziaria e di produzione cinematografica.

Il finanziamento di portafoglio si rivolge principalmente a imprese di produzione che abbiano dimensioni significative, che possano assicurare fisiologicamente volumi e dinamicità produttive importanti e che possano vantare livelli di equity soddisfacenti. Per tali realtà, il finanziamento di portafoglio assicura una flessibilità finanziaria elevata e costi finanziari ridotti rispetto al single film financing, che variano anche in relazione al grado di diversificazione che la banca ottiene dal portafoglio stesso. Tuttavia, al di là della sua contestualizzazione in un target di imprese ben individuato, l'approccio di portafoglio può essere considerato un valido riferimento anche per il sostegno di imprese minori o per il finanziamento di singoli progetti: l'attenzione alle dinamiche gestionali del borrower, e il sistema dei covenants applicabili, dovrebbero essere elementi propri di qualsiasi progetto di finanziamento cinematografico.

In Italia, l'utilizzo delle strutture analizzate trova un primo ostacolo nella difficoltà di acquisire certezza giuridica sulla titolarità dei diritti e in quella di iscrivere garanzie sui diritti stessi. Inoltre, il nostro mercato sconta una totale assenza di completion guarantors in grado di partecipare al risk sharing dell'operazione e registra importi medi delle produzioni relativamente contenuti e, dunque, poco coerenti con i costi dell'operazione finanziaria. D'altronde, occorre ricordare come strutture simili, che ricorrono a Spv creati ad hoc, siano sempre più spesso utilizzate nell'ambito di progetti di co-produzione internazionale che prevedono la partecipazione di più banche co-finanziatrici. La mancanza di expertise da parte degli intermediari italiani facilita l'ingresso sui mercati nazionali

di intermediari stranieri specializzati (ad esempio, nel caso di co-produzioni internazionali cui partecipi un'impresa italiana); la capacità di creare un mercato italiano delle completion guarantees dipenderà in gran misura dalla dinamicità dei nostri operatori nel rispondere a tale esigenza. Con riferimento alla soglia critica cui parametrare l'economicità dell'operazione, è possibile osservare come la nuova disciplina dei finanziamenti dedicati⁶ delinea un quadro normativo che potrebbe, in futuro, consentire l'isolamento degli asset finanziati attraverso strutture operative meno complesse e onerose.

Il finanziamento sul mercato dei capitali. L'innovazione finanziaria ha trovato, anche per il settore cinematografico, il suo sbocco naturale sul mercato dei capitali. Così, negli ultimi anni, a fronte di finanziamenti sul mercato del credito, sono stati progettati strumenti finanziari in grado di convogliare verso le imprese di produzione e di distribuzione risorse provenienti dagli investitori istituzionali e dalla clientela retail e private. La connotazione comune di tutte le forme di finanza innovativa riconducibile a tale schema è rintracciabile in quel processo di securitisation dei mercati che risolve l'esigenza di finanziamento attraverso l'emissione e il collocamento di valori mobiliari negoziabili. In tale accezione, è possibile ricondurre le diverse alternative a due tipologie di strumenti finanziari: theatrical performance instruments, che assicurano un rendimento parametrato al successo del film nelle sale, e full rights performance instruments, il cui rendimento è dipendente da un più ampio sfruttamento dei diritti riconducibili all'opera filmica.

Nell'ambito della prima categoria, lo strumento fino ad ora sperimentato, anche nei mercati dell'Europa continentale, è il ticked-linked bond (anche short term movie bond). Si tratta di un titolo con natura obbligazionaria emesso a sostegno della produzione di un film e la cui performance è parametrata al numero di biglietti venduti nelle sale di un determinato mercato, per un periodo determinato corrispondente alla scadenza dell'obbligazione. Nella sua struttura più tradizionale, il ticked-linked bond assume la veste di uno zero coupon bond il cui rendimento a scadenza è composto dalla quota capitale maggiorata di un eventuale spread calcolato in percentuale del numero dei biglietti venduti (grafico 8). Di fatto, per ogni biglietto venduto, una determinata percentuale del ricavo viene retrocessa

agli investitori del titolo; sarà quindi il numero di biglietti venduti a determinare la quota di capitale rimborsata e gli interessi corrisposti e a definire il rendimento del titolo (grafico 8).

Secondo tale meccanismo, il montante a scadenza che otterrà l'investitore sarà pari a⁷:

$$CS = n Bv (\%Pb) \quad 1.$$

dove: Cs = Capitale a scadenza; n Bv = Numero di biglietti venduti; %Pb = quota del prezzo del biglietto retrocessa agli investitori; il rendimento a scadenza sarà pari a:

$$i = [n Bv (\%Pb) - Pe]/Pe \quad 2.$$

dove: Pe = prezzo di emissione.

Si supponga, ad esempio, che la banca finanzi una produzione per un importo di 1 milione di euro attraverso una pari emissione di movie bond; si supponga, inoltre, che la quota biglietto retrocessa agli investitori sia pari a 2 euro per biglietto. Se alla scadenza del bond il film ha venduto 500.000 biglietti, l'investitore si vedrà rimborsato interamente il proprio capitale; ogni biglietto aggiuntivo venduto determinerà un ricavo in conto interessi.

Generalmente, l'emissione di ticked-linked bond prevede che l'arranger assicuri la restituzione di una percentuale determinata della quota capitale. In tal caso, montante e rendimento saranno espressi come segue:

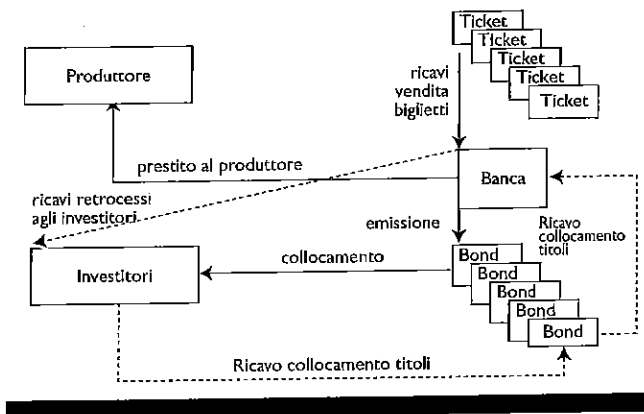
$$CS = Cg + n Bv (\%Pb) \quad 3.$$

dove: Cg = Capitale garantito a scadenza

$$i = [Cg + n Bv (\%Pb) - Pe]/Pe \quad 4.$$

Grafico 8

Il ticked-linked bond



⁶ Nuovo art. 2447bis, lett. a) e b) del c.c.

⁷ Si considera, per semplicità, il caso di un bond con scadenza annuale; una durata finanziaria superiore all'anno implicherebbe un calcolo del rendimento in regime di capitalizzazione composta. Naturalmente, la durata del titolo dipenderà dal timing dell'emissione e da come questa si contestualizza rispetto al processo produttivo del film da finanziare.

In tal caso, la quota biglietto retrocessa agli investitori è generalmente più bassa in quanto dimensionata alla quota di capitale garantita dall'arranger.

I movie bond, per lo più collocati presso investitori istituzionali, possono essere emessi sia in fase di lancio del film che in una fase avanzata della produzione; condizione essenziale è che vi sia certezza sul completamento dell'opera e su alcuni dati artistici quali il cast e la regia. La durata del titolo è dipendente dalla tempistica dell'emissione e da come questa si contestualizza rispetto alla fase di produzione del film e sarà tanto più protratta quanto più distante è l'orizzonte temporale che intercorre tra l'emissione del bond e il lancio del film. L'importo dell'emissione è dipendente dal piano finanziario complessivo programmato per il film e dal gap che occorre coprire. In un'ottica monetaria, l'arranger retrocede all'impresa finanziata l'importo relativo al collocamento o, in alternativa, anticipa all'impresa l'importo prima del collocamento stesso. Sui ricavi theatrical viene stabilito un ordine di priorità di destinazione dei flussi tra arranger, produttore, distributore e investitori istituzionali.

Il ticked-linked bond può essere utilizzato per finanziare indifferentemente un singolo progetto o un portafoglio di progetti e può essere destinato al sostegno delle produzioni o delle distribuzioni; in quest'ultimo caso, l'importo dell'emissione può essere parametrato alle spese di distribuzione ed al minimo garantito eventualmente concesso dal distributore. Poiché il rendimento è agganciato ai ricavi theatrical, lo strumento è particolarmente adatto per finanziare progetti che possano assicurare un grado minimo di prevedibilità del ritorno della sala. Per tale motivo, il ticket-linked bond risulta particolarmente funzionale al sostegno finanziario di film con cast e regia importanti o di progetti di sequel, dunque per film che presentano ridotti livelli di rischio.

Per la banca arranger il ticked-linked bond rappresenta una forma di assistenza al settore che consente, da un lato, una diversificazione del rischio, che viene trasferito e redistribuito tra gli investitori istituzionali acquirenti dei bond, dall'altro una diversificazione dei ricavi, che assumono la forma di commissioni relative al packaging dell'operazione.

Per gli investitori, il titolo rappresenta un'alternativa di in-

vestimento con scadenza media intorno ai 12-18 mesi, con rendimenti che presentano una totale decorrelazione con le forme di investimento tradizionalmente disponibili sui mercati e la cui misura dipende dalla percentuale di rimborso eventualmente garantita a scadenza, dalla percentuale dei ricavi theatrical retrocessi e dal numero di biglietti venduti.

Per le imprese cinematografiche il ticked-linked bond costituisce una valida alternativa finanziaria per quelle produzioni che vantano caratteri di prevedibilità degli incassi. Si tratta, dunque, di progetti che, per tale caratteristica, trovano più facilmente di altri copertura finanziaria; il ricorso al ticked-linked bond, inoltre, presenta il pregio di circoscrivere ai ricavi theatrical i proventi da destinare al rimborso del prestito lasciando disponibili gli introiti derivanti dalla negoziazione dei diritti sugli altri mercati di sfruttamento.

L'accesso ai mercati trova nell'asset-backed securitisation (Abs) una delle forme più sofisticate di finanziamento a disposizione del settore. La cartolarizzazione degli attivi, disciplinata in Italia dalla l.130/99, è una tecnica che consente a un'impresa la cessione di un pacchetto di attivi a uno Special purpose vehicle creato ad hoc (Spv) il quale finanzia la cessione attraverso l'emissione e il collocamento di strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali. Per le imprese cinematografiche, le attività oggetto di cartolarizzazione sono individuabili nei diritti di opere filmiche iscritti in bilancio o derivanti da produzioni future. Per tale ragione, l'Abs è uno strumento finanziario utilizzabile sia dalle società di produzione che da quelle di distribuzione. Nella sua struttura più tradizionale, la cartolarizzazione dei diritti cinematografici vede in qualità di originator un'impresa cinematografica che trasferisce un portafoglio di diritti a uno Spv appositamente costituito, che generalmente assume la natura di una Srl. Lo Spv procede all'emissione di asset-backed securities (Abs), per un importo in linea con il prezzo di cessione dei diritti, e al collocamento di tali titoli sul mercato, generalmente presso investitori istituzionali. Durante la vita dell'operazione, i ricavi generati dallo sfruttamento dei diritti vengono utilizzati per pagare le rate che spettano agli acquirenti dei titoli.

Le disposizioni della l.130/99, e della normativa secondaria, fanno sì che, abitualmente, la cessione degli assets dall'o-

riginator allo Spv avvenga tramite cessione pro-soluto, e dispongono che lo Spv abbia natura di special purpose company, non possa cioè intraprendere nessun'altra attività se non quella relativa all'operazione di Abs. In tal modo, si raggiungono due obiettivi: da un lato, si isolano i diritti ceduti dalla società cedente; dall'altro, si evita che lo Spv possa intraprendere altre attività rischiose. Il fine ultimo è quello di creare una segregazione patrimoniale del portafoglio dei diritti in modo da assicurare che la regolarità dei flussi di rimborso non sia ostacolata da difficoltà gestionali dell'originator o dello Spv. La performance dei titoli dipenderà esclusivamente dalla performance dei diritti che costituiscono il portafoglio oggetto di cartolarizzazione e dalle garanzie eventualmente prestate dall'originator stesso o da altre controparti, generalmente banche e imprese di assicurazione.

Rispetto al single film financing e alle strutture di portfolio project financing che utilizzano schemi anch'essi impostati sulla presenza di Spv, l'Abs presenta alcune importanti differenze. In primo luogo, la cartolarizzazione realizza uno schema di finanziamento tipico del mercato dei capitali: le risorse finanziarie di cui l'originator viene in possesso provengono dal collocamento dei titoli presso gli investitori finali e non dalla banca arranger dell'operazione; in secondo luogo, le operazioni di Abs, per la complessità della loro struttura, vengono ideate su portafogli rappresentativi di un basket significativo di diritti, e non su diritti riconducibili ad un singolo progetto (single film financing) o a un numero limitato di opere filmiche (portfolio project financing) (grafico 9).

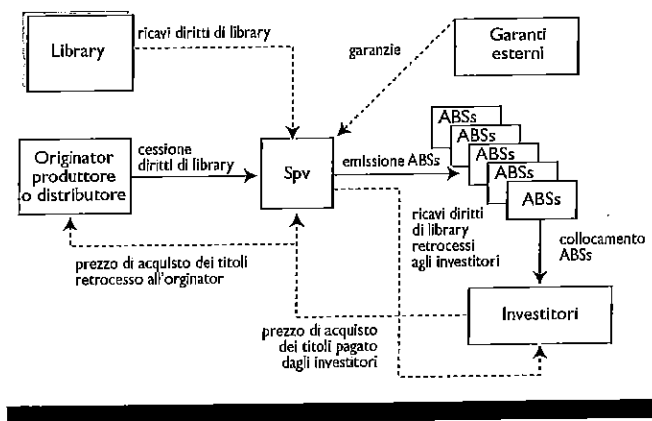
Per tali ragioni, l'Abs si segnala come un utile strumento di finanziamento per quelle imprese, o consorzi di imprese, riconducibili alla produzione e alla distribuzione cinematografica, che possano vantare una library la cui valutazione raggiunga valori al di sopra di determinate soglie minime, e dunque tali da giustificare i costi necessari a progettare e realizzare l'operazione. Per tali imprese, la cartolarizzazione consente una monetizzazione degli attivi di bilancio in grado di generare liquidità utilizzabile sia per il finanziamento del ciclo produttivo che per l'abbattimento dell'indebitamento finanziario. Tale liquidità può presentare un costo di raccolta, riconducibile in gran misura all'interesse corrisposto sui titoli Abs,

più basso di quello che l'impresa avrebbe ottenuto se avesse attinto capitale direttamente sul mercato. La segregazione patrimoniale, infatti, consente di parametrare il costo di raccolta alla qualità degli assets e alle garanzie previste dalla specifica struttura di Abs, e di isolarlo dallo standing creditizio dell'impresa originator.

Le isolate e poco fortunate esperienze di cartolarizzazione dei diritti cinematografici sperimentate nel nostro Paese obbligano a delle riflessioni sull'effettiva praticabilità dello strumento. In quest'ottica, è bene ricordare che qualsiasi innovazione finanziaria presenta vantaggi e rischi. Questi ultimi sono riconducibili a rischi di mercato e a rischi di moral hazard delle parti coinvolte nel processo. Al riguardo, e con riferimento alle cartolarizzazioni dei diritti cinematografici, è utile sottolineare come sia necessario, per il buon esito dell'operazione, rispettare alcune condizioni imprescindibili. In primo luogo, ogni Abs cinematografica deve assicurare certezza sulla catena dei diritti, deve cioè avere a oggetto un pacchetto di diritti la cui titolarità possa essere inconfutabilmente ricondotta all'originator; in secondo luogo, il portafoglio dei diritti deve essere oggetto di una valutazione equilibrata e veritiera; in ultimo, è necessario che la struttura dell'operazione sia tale da assicurare certezza sulle modalità di sfruttamento dei diritti oggetto di cartolarizzazione, in modo tale da salvaguardarne la performance prevista e la regolarità dei flussi di

Grafico 9

L'asset-backed securitisation



rimborso della cartolarizzazione. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, la recente introduzione della l.130/99 ha definito un quadro certo e specificamente regolamentato che impone strutture meno esposte a condotte di moral hazard.

In definitiva, l'attuale quadro regolamentare consente la progettazione di Abs cinematografiche di dignità pari a quelle portate a termine in altri settori; le imprese più virtuose potranno trarne vantaggio per diversificare le proprie fonti finanziarie.

4 Le prospettive del mercato del credito cinematografico in Italia

L'analisi fin qui svolta ha consentito di mettere in luce le principali criticità che ostacolano lo sviluppo di una finanza di mercato per il settore cinematografico. La distanza tra gli operatori del settore e gli intermediari finanziari è spiegata da variabili di natura diversa riconducibili a due macro determinanti: le numerose forme di sostegno finanziario di matrice istituzionale a disposizione degli operatori; l'attitudine delle imprese a colmare il gap finanziario residuo attraverso pratiche di chiusura del circuito interne al sistema cinematografico e televisivo e impostate principalmente sulle pre-vendite dei diritti.

Si è più volte ricordato come, da un lato, lo scenario europeo promuova un decisa rivisitazione dei tradizionali criteri di sostegno istituzionale, dall'altro, la forte dipendenza dal sistema televisivo correli le capacità di reperimento di fondi del settore agli andamenti non lineari del mercato pubblicitario.

La ricerca di forme di finanziamento alternative a quelle richiamate è divenuta, dunque, per il mercato cinematografico un'inevitabile necessità. Il passaggio a una finanza di mercato, tuttavia, diviene una soluzione praticabile solo se progettato in modo armonico e sostenuto da azioni coordinate congiuntamente dal sistema finanziario e da quello cinematografico.

L'analisi dei rischi impliciti nel credito cinematografico ha lasciato emergere la complessità delle tipologie dei rischi stessi, e delle relative determinanti, e la necessità di individuare operatori finanziari in grado di valutarne natura e impatti. Alla luce del quadro delineato, alcune coraggiose proposte di apertura dei mercati finanziari al mercato del cinema, quali

quelle ispirate all'istituzione di equity funds dedicati al settore cinematografico, possono risultare senza seguito se non contestualizzate in un'azione di sistema.

Intermediari finanziari e imprese cinematografiche soffrono, ancora oggi, in Italia, di una scarsa conoscenza reciproca che, allo stato attuale, si risolve per le prime in una ridotta capacità di valutazione del merito creditizio del progetto o dell'impresa, per le seconde in una ridotta sensibilità nell'individuare e approntare le misure organizzative, gestionali e contabili in grado di facilitare agli intermediari e ai mercati la stima del trade-off rischio-rendimento del progetto o dell'impresa stessa. Si impone, dunque, un percorso di avvicinamento reciproco che risolva, in primo luogo, l'esigenza di colmare i gap informativi richiamati. L'obiettivo più immediato, per gli intermediari, è quello di definire un modello di stima del merito creditizio specifico per il settore cinematografico. Una simile modellizzazione non può essere costruita se non attivando esperienze di assistenza finanziaria che consentano all'intermediario di migliorare la conoscenza del ciclo produttivo del settore e, al tempo stesso, di misurare la propria esposizione al rischio. Se ne deduce un codice comportamentale che suggerisce agli intermediari interessati al mercato del credito cinematografico di limitare, in via iniziale, la propria operatività ad un portafoglio contenuto di posizioni e di concentrare la propria attenzione su operazioni con architetture finanziarie non complesse ma comunque studiate ad hoc per il settore.

Da un lato, dunque, è opportuno impostare, sin dal principio, una gestione di portafoglio, evitando di progettare interventi finanziari isolati, che si risolverebbero in posizioni aperte a un rischio non valutabile e non diversificabile; in tal caso l'abilità del management si traduce in un dimensionamento del portafoglio cinema coerente con il portafoglio prestiti complessivo della banca e con l'obiettivo di approntare e migliorare i propri sistemi interni di valutazione, gestione e controllo del rischio specifico. Dall'altro, risulta importante che l'assistenza finanziaria sia sostenuta da forme tecniche in grado di limitare i rischi tipici del credito cinematografico; l'analisi degli schemi di finanziamento utilizzati dalle banche più sofisticate ha messo in luce come, anche la concessione di una tradizionale linea di credito, possa essere ac-

compagnata da specifiche strutture finanziarie e dalla previsione di covenants, studiati ad hoc per il settore, cui parametrare il finanziamento.

È innegabile, tuttavia, che una maggiore vicinanza della finanza al cinema debba realizzarsi anche attraverso forme di finanziamento sul mercato dei capitali, dunque, attraverso un più deciso coinvolgimento degli investitori istituzionali e, in ultima istanza, della clientela retail. Un'accurata e consapevole valutazione del rischio da parte dei potenziali investitori è condizione primaria per un agevole accesso delle imprese cinematografiche, non solo al credito bancario, ma anche al mercato dei capitali. In quest'ultimo caso, tuttavia, emerge la necessità, per il cinema, di un progetto di mercato che sostenga il passaggio dal credito indiretto al credito titolarizzato. Nell'ideazione e nella costruzione di tale progetto possono assumere un ruolo decisivo gli organismi istituzionali e le associazioni di categoria del mercato finanziario e di quello cinematografico. Lo studio dei prodotti finanziari ideati per il cinema ha messo in evidenza come sia irrinunciabile, per una corretta valutazione del rischio di credito, e per un'adeguata progettazione delle operazioni di finanziamento, la presenza di operatori specializzati nell'assunzione e nella gestione di rischi specifici e la presenza di intermediari in grado di contestualizzare il finanziamento nell'ambito dell'intero processo produttivo del progetto filmico. I mercati finanziari dell'Europa continentale, e quello italiano in particolare, scontano, nella fase attuale, l'assenza di interlocutori finanziari in grado di assolvere con sistematicità tali funzioni. In un simile scenario, dunque, il matrimonio cinema-finanza poggia le sue basi anche su un progetto di mercato che passi attraverso la promozione e la nascita di intermediari in grado di agevolare, per il cinema, il connubio finanza istituzionale-finanza di mercato.

Negli Stati Uniti, da tempo, i progetti cinematografici con forti potenzialità commerciali, ma con ridotte possibilità di accesso autonomo alle fonti di finanziamento disponibili, si avvalgono di figure specializzate, i production broker, che valutano il progetto e costruiscono piani finanziari e di marketing adattati alle specifiche esigenze del cliente. Il production broker si configura come un intermediario che si interpone tra le imprese cinematografiche, gli interlocutori finanziari (ban-

che, assicurazioni, fondi, potenziali co-produttori) e le controparti delle possibili negoziazioni lungo la catena di sfruttamento dei diritti (società di home video, pay Tv, free Tv). In tal modo, grazie ai propri skill professionali e alle reti di relazioni istituzionali e private che può vantare, il production broker valuta il grado di rischiosità dell'investimento, contribuisce a costruire un business plan coerente con tale rischio, formula le ipotesi di reperimento delle risorse finanziarie e di copertura dei rischi, pone in contatto le controparti finanziarie con le società clienti e, quando l'operazione è portata a termine con successo, realizza la chiusura del circuito finanziario per il prodotto sostenuto. Si tratta, in definitiva, di attività che, abitualmente, in Europa, vengono svolte autonomamente dal produttore o dal distributore. La presenza di una figura professionale in grado di sollevare produzioni e distribuzioni dall'onere di funzioni altamente specialistiche, e al tempo stesso distanti dai compiti naturali del processo produttivo dell'opera filmica, contiene due vantaggi non trascurabili. Da un lato, consente alle imprese cinematografiche di concentrarsi sugli elementi di produzione tecnica e artistica e, dunque, sul core business della loro attività; dall'altro, riconduce le scelte finanziarie a un intermediario in grado di effettuare una valutazione complessiva del progetto e di contestualizzare in tale ambito le dinamiche finanziarie e la scelta delle singole forme di copertura finanziaria. L'importanza di una figura quale quella del production broker non si risolve, dunque, nella semplice delega di funzioni specifiche a un professionista specializzato ma, piuttosto, nella possibilità di concepire le scelte finanziarie in un contesto unitario che risulti trasparente a tutti gli intermediari coinvolti nel sostegno al progetto.

L'adozione in Italia di un modello impostato sulla figura del production broker potrebbe risultare, tuttavia, inefficace o addirittura rischiosa. Il mercato cinematografico italiano, e il suo tessuto di relazioni, potrebbe produrre delle deviazioni dal modello originario e spingere a una parcellizzazione delle funzioni su un numero elevato di studi professionali o agenzie multicompetenze, di natura e matrici differenti, cancellando così il vantaggio dell'unitarietà di impostazione nell'assistenza al progetto alla base del modello americano.

D'altronde, l'apertura a una finanza di mercato, per la sua

complessità, a differenza della finanza istituzionale, richiede supporti e assistenze tecniche specifiche e sofisticate, riconducibili principalmente agli intermediari finanziari vigilati. In tale ottica, un modello di mercato che preveda una o più agenzie finanziarie in grado di svolgere, con continuità e professionalità, un'azione di assistenza al progetto, in maniera organica e a valere su relazioni stabili e istituzionali con gli intermediari finanziari, risulterebbe più coerente con il tessuto del mercato cinematografico italiano e con una finanza del cinema innovativa e dinamica.

Il mercato del credito cinematografico può trovare una propria modellizzazione nella definizione di un parco finanziario per il cinema costruito su un sistema a rete composto da intermediari finanziari e operatori e che affidi a una o più agenzie finanziarie l'unità e il coordinamento di processo. I mercati finanziari dei paesi più evoluti stanno già sperimentando la nascita di nuovi intermediari che si pongono come integratori di processi di produzione deintegrati; tali intermediari, già battezzati cybermediari per la loro attitudine a svolgere le funzioni operative tramite gli spazi multimediali, svolgono la funzione di distributori intelligenti di servizi su tutta la catena di produzione di uno specifico settore e, per la natura network-based della loro attività, si configurano con strutture leggere e flessibili. Un cybermediario per il mercato del credito cinematografico avrebbe il compito di soddisfare, in modo unitario e specialistico, le contemporanee esigenze di domanda e offerta dando assistenza su tutta la catena del valore della produzione cinematografica grazie al proprio network di riferimento.

D'altronde, alcuni primi circoscritti tentativi, vicini a tale impostazione, sono già rintracciabili nella realtà del nostro Paese. In tal senso, può essere letta, infatti, l'iniziativa promossa dal Distretto Ict della regione Lazio, sostanziata in un accordo tra il Distretto stesso, Cigaf e Unionfidi Lazio, che prevede, da parte di quest'ultimo, la concessione di garanzie per un valore compreso tra il 50 e il 75% dell'importo di un credito erogato da un intermediario finanziario convenzionato a valere su diritti residui delle opere audiovisive.

D'altronde, è quello che stanno sperimentando altri mercati europei attraverso le esperienze di alcuni sofisticati equity

funds che, al fine di assicurare gli investitori circa la qualità dell'investimento, hanno posto in essere un'attività di valutazione, assistenza finanziaria e monitoraggio di tutti i progetti inclusi nel portafoglio offerto alla clientela. In tale ottica, l'equity fund non si risolve nel tradizionale modello di fondo comune di investimento ma convoglia su di sé compiti e funzioni proprie delle attività di merchant banking e di venture capital.

Un mercato del credito che nasce e vuole svilupparsi con credibilità, indipendentemente dal modello adottato, non può affrancarsi da un sostegno strutturato degli intermediari finanziari: solo così il cinema potrà sperare di annoverare in futuro tra i propri finanziatori abituali anche gli investitori istituzionali e la clientela retail e private. Solo così il matrimonio tra cinema e finanza potrà essere celebrato oltre che sugli schermi anche sui mercati.

BIBLIOGRAFIA

- Adler T.**, «Societe Generale Planning £ 170m Film Funds», in *Screen Finance*, 2003 (a), vol. 16, n° 4;
 - «Only One Third of European Features Make a Profit»; in *Screen Finance*, 2003 (b), vol. 16, n° 8.
- Banca dei Regolamenti Internazionali**, *Nuovo Accordo di Basilea sui Requisiti Patrimoniali*, Basilea, 2003, aprile.
- Baravelli M.**, *Lo sviluppo dei sistemi finanziari a rete*, Newfin, Università Bocconi, 2001, n°3.
- Biondi C.**, *Controllo e Pianificazione della produzione Audiovisiva*, Dino Audino Editore, 2000;
 - *Come si Produce un Film*, Dino Audino Editore, 2002, vol. 3 e 4.
- Dally P., Durandez A., Jimenez L., Pasquale A., Vidal C.**, *The Audiovisual Management Handbook*, Media Business School Publication, Madrid, 2002.
- Driver T.C.**, *In Facing a Clear & Present Ranger, Are We Equal To the Sum of All Fears*, The Business of Film, Analysis - Financing, novembre, 2002, Mifed Special Issue.
- Imca**, *Identification et Evaluation des Flux Economiques et Financiers du Cinema en Europe et Comparaison avec le Modèle Americain*; Rapporto per la Commissione Europea, Studio n° DG EAC/34/01.
- La Torre M.**, *Securisation e Banche*, Il Mulino, 1995
 - «La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana», in *Bancaria*, n. 2/2000;
 - *Banks in the European Film Industry. Financial Techniques and Risks*, paper presentato al Convegno Annuale della European Association of University Teachers of Banking and Finance, Dublino, 2003 (a);
 - «Economia e dinamiche finanziarie del cinema» in *Bancaria*, n. 10/2003 (b).
- Mgf Media & Spettacolo** - Master in Gestione dell'Attività Bancaria, Assicurativa e Finanziaria - Percorso in Gestione Finanziaria delle Imprese Televisive e Cinematografiche, Università di Roma "La Sapienza", Facoltà di Economia, Materiale Interno, 2003.
- Neumann P.**, *The Fine Art of Co-Production*, Media Business School Publication, Madrid, 2002.
- Pasetti A. M.**, *Soldi dall'Europa*, Box Office, 2003, gennaio.
- Petrocchi F.**, *Le risorse dell'Industria Cinematografica in Italia*, Economia della Cultura, Il Mulino, 2001, vol. 1.
- Rocca C.**, *Le leggi del cinema. Il contesto italiano nelle politiche comunitarie*, Franco Angeli, 2003.
- Société Générale**, materiale interno, 2003.

Segnaliamo che nell'articolo «Economia e dinamiche finanziarie del cinema» di Mario La Torre, pubblicato nel numero 10 del 2003, i titoli dei grafici 2 e 5 sono errati. L'esatto titolo del grafico 2 è: «Windows per lo sfruttamento dei diritti», mentre quello del grafico 5 è: «I finanziamenti istituzionali europei». Ci scusiamo dell'inconveniente con l'autore e con i lettori.