

David Bowie: la inspiración detrás de los bonos de titulización en el mundo del entretenimiento

David Bowie: the inspiration behind asset-backed securities in the entertainment world

Flor Luana FERREL VARGAS

Universidad Complutense de Madrid

flferrel@ucm.es

ORCID 0009-0003-3544-4664

Recepción: Octubre 2024

Aceptación: Diciembre 2024

RESUMEN

Las innovaciones que hizo David Bowie no se limitaron al ámbito creativo. Este instrumento financiero, el bono Bowie, sirvió como inspiración no solo para otros artistas musicales sino también para otros ámbitos del mundo del entretenimiento. Se aprecia el surgimiento de bonos respaldados por las futuras ganancias esperadas de películas con un historial demostrable de éxito, aunque también el caso contrario, de estrenos bastante recientes. El mundo del arte no se quedó atrás, Sotheby's fue el primero en emitir bonos respaldados por obras de arte desarrollando una parte importante de las funciones necesarias en la titulización a través de diversas divisiones de la empresa. La introducción de este tipo de titulización esotérica podría contribuir a la búsqueda del resurgimiento de este mercado dentro del territorio europeo.

Palabras clave: regalías, celebrity bonds, ABS, titulización, David Bowie, Propiedad Intelectual, SPV, arte.

Clasificación JEL: G11, G15, G23.

ABSTRACT

David Bowie's innovations were not limited to the creative field. After a series of conversions with David Pullman, the Bowie bond was born at an ideal time. He obtained the expected profits in advance while maintaining the rights to his works. This financial instrument served as an inspiration not only for other artists but also for the entertainment world. The emergence of bonds backed by expected future earnings from films with a demonstrable track record of success can be seen, as well as the opposite case of fairly recent releases. The art world was not far behind, with Sotheby's becoming the first to issue bonds backed by works of art, performing a major part of the necessary securitization functions through various divisions of the company. The introduction of this type of esoteric securitisation could contribute to the search for a revival of this market within the European territory.

110

Keywords: royalties, celebrity bonds, ABS, Securitization, David Bowie, IP, SPV, art.

JEL Classification: G11, G15, G23.



1. INTRODUCCIÓN

La titulización es un proceso a través del cual se agrupan en un fondo ciertos tipos de activos para transformarlos en títulos negociables que devengan intereses. Esos títulos se venden y los compradores, a cambio, perciben el principal y los intereses (Jobst, 2008).

Inicialmente, la titulización servía para financiar activos sencillos y auto liquidables como las hipotecas. Pero, posteriormente, se extendió a cualquier tipo de activo que generase un flujo de caja estable y pudiese ser estructurado como una cartera de referencia para emitir deuda titulizada: préstamos empresariales y soberanos, créditos al consumidor, “project finance”, leasings y contratos de crédito individualizados (Jobst, 2008). A mediados de la década de los 80, el mercado de titulizaciones no hipotecarias comenzó con titulizaciones de préstamos para adquirir vehículos y derechos de cobro de tarjetas de crédito y, desde entonces, ha evolucionado hasta convertirse en un mercado valorado en 1,5 billones de dólares a principios de 2023 que contiene una amplia gama de garantías y activos subyacentes. Según Walsh et al., (2023), las titulizaciones no inmobiliarias pueden ser calificadas en dos grupos principales: consumo y comerciales. El primero está respaldado por flujos de caja procedentes de activos financieros personales como los derechos de cobro de tarjetas de crédito y los préstamos para la compra de automóviles previamente mencionados o por préstamos estudiantiles. El segundo grupo está formado por agrupaciones (o “pools”) de préstamos, arrendamientos o derechos de cobro de activos como centros de datos, aunque también incluyen, por ejemplo, CLOs (collateralized loan obligations)¹.

111

La titulización surgió como un mecanismo mediante el cual las empresas y las instituciones financieras podían retirar activos de sus balances o usarlos como garantía para obtener créditos o refinanciarlos a tipos de interés de mercado. De esa manera se reducían los costes de endeudamiento y, en el caso de los bancos, el encaje legal (Jobst, 2008). Este incluye características destinadas a proteger al inversor contra posibles pérdidas como la sobrecolateralización, los tramos de deuda y la mejora de liquidez (Walsh et al., 2023). Desde la crisis financiera de 2008, el mercado de titulización europeo no ha conseguido reanimarse en comparación a mercados como, por el ejemplo, el estadounidense. Dentro de los principales cinco países que contribuyen a este mercado (Países Bajos, Italia, Francia, España y Alemania) se observa como el mercado francés es el único que ha estado contribuyendo al crecimiento de la titulización europea (Walther, 2024). La introducción de este tipo de titulizaciones esotéricas supondría la presencia de colaterales diferentes y no se centraría solo en CMBS (Commercial Mortgage-Backed Security) o RMBS (Residential Mortgage-Backed Security).

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El origen de la titulización se encuentra en la década de los años setenta cuando, entidades estadounidenses empezaron a crear fondos comunes de activos hipotecarios y, desde entonces, esta actividad empezó a extenderse en otros mercados y países² hasta llegar a convertirse en un elemento importante de la innovación financiera. (Jobst, 2008) El caso más conocido fue el origen de la crisis financiera de 2008 producido, principalmente, por la titulización de activos hipotecarios de alto riesgo en territorio estadounidense. Las razones fueron la concesión de endeudamiento a familias, incentivadas por la presencia de unas buenas perspectivas del mercado, sin ningún tipo de prudencia por parte de las entidades financieras estadounidenses. Los clientes eran individuos que presentaban una escasa solvencia y, como consecuencia, un alto riesgo de impago (los denominados “subprime”). Una vez se consideraba como “impagados” los activos, se introducían en el balance con una cifra inferior a la real, los llamados activos tóxicos. Este tipo de activos fue extendiéndose a balances de entidades financieras de distintas partes del mundo, generando un efecto contagio, a través de la compraventa de titulizaciones hipotecarias. Estas titulizaciones contaban con unas calificaciones, por parte de agencias de rating, bastante generosas y respaldadas por entidades que en la actualidad han quebrado. A estos acontecimientos hay que añadir la ineficiencia por parte de los organismos reguladores de desempeñar su función como supervisores y controladores de las prácticas financieras que estaban desarrollándose. Esta crisis financiera recibió la denominación de crisis subprime.

Un bono de titulización es un “título respaldado por una cartera de activos no negociables o poco líquidos que en muchos casos formaban parte originalmente del balance de una entidad financiera” (Banco de España, 2005). Lo habitual es que los fondos estén constituidos por activos hipotecarios (como en el caso anterior) pero los bonos pueden ser respaldados por créditos estudiantiles o royalties³ procedentes de la música de cantantes como David Bowie, James Brown, Rod Stewart o la banda de heavy metal Iron Maiden, entre otros.

De acuerdo con la tipología internacional de las titulizaciones, se aprecian diversas formas de clasificar los productos que forman parte del proceso de titulización. Según el vencimiento de los títulos emitidos se distinguen las emisiones de valores a corto plazo y a largo plazo. En las titulizaciones a corto plazo se encuentran los títulos emitidos con un vencimiento inferior al año. Esto no descarta que el activo que respalda al fondo no pueda estar compuesto por un vencimiento inferior o superior al de los títulos emitidos. Es conocido como ABCP (Asset-Backed Commercial Paper o papel comercial respaldado por activos). Cuentan con terceras entidades (sponsors) que proporcionan líneas de liquidez para cubrir el riesgo de liquidez presente como consecuencia de la



amortización constante de papel comercial debido a su corto periodo de vencimiento. Los fondos o vehículos especiales que respaldan la emisión se denominan conduits o SIV. Los conduits están integrados por activos a corto plazo (que, a su vez, pueden ser single o multi seller según estén presentes uno o más originadores del fondo). El caso contrario es un SIV (Special Investment Vehicles), integrado por activos a largo plazo. Una diferencia entre ambos es la existencia de mayores líneas de liquidez en los conduits debido a su constitución principal de activos a corto plazo.

La mayor parte del mercado está compuesto por titulizaciones a largo plazo, principalmente ABS (Asset-Backed Securities) y CDO (Collateralized Debt Obligation). Los ABS se caracterizan por estar compuestos por activos con un riesgo de crédito homogéneo y, generalmente, estar respaldados por préstamos hipotecarios⁴ aunque ha ido aumentando la presencia de otro tipo de activos subyacentes como los préstamos concedidos al sector público, empresas y derechos de crédito de facturas, entre otros (Catarineu & Pérez, 2008). En cuanto al vencimiento de la emisión de títulos a largo plazo, no necesariamente deben estar compuesto por una cartera con activos a largo plazo. La presencia de estructuras renovables (revolving) permite que se renueven aquellos activos con vencimiento a corto plazo, que han sido amortizados, por otros nuevos para respaldar los bonos emitidos a largo plazo.

113

A diferencia de los ABS, los CDO contienen activos con riesgo de crédito más heterogéneos. Mediante los CDO, se pueden titular bonos (CBO o Collateralised Bond Obligation) o préstamos (CLO o Collateralised Loans Obligations). Con el uso de los CDO se puede llegar a titular bonos de titulización⁵, bonos de alto rendimiento (high yield, en inglés, o más conocidos como “bonos basura”⁶) e incluso deuda de países emergentes como activos subyacentes. Los CDO se construyen a medida del inversor permitiendo niveles de apalancamiento elevado en ciertos activos subyacentes y con una parte siendo gestionada activamente según unas normas establecidas con el objetivo de maximizar la rentabilidad (Catarineu, E., & Pérez, D., 2008).

Un modelo de valoración de riesgo de crédito se determina por tres componentes: la probabilidad de impago, las pérdidas como consecuencia del impago y las correlaciones de los impagos entre los diferentes componentes de la cartera de activos que están siendo titulizados. Los ABS poseen un riesgo de crédito homogéneo al contrario que los CDO donde, debido a la heterogeneidad del riesgo de cada activo subyacente, se añade al modelo de valoración, junto al riesgo sistémico, el idiosincrásico, que cobra una mayor importancia. Como consecuencia, se tendrá que utilizar modelos más complicados. Las tres principales agencias de rating (Moody's Investors Service, Standard & Poor's Corporation y Fitch Ratings Inc.) valoran los CDO con sus propios modelos partiendo de los tres componentes de un modelo mencionados anteriormente siguiendo con un análisis de escenarios⁷.

3. BOWIE BONDS

3.1 David Bowie

David Robert Jones, nacido en Londres el 8 de enero de 1947, más conocido como David Bowie, fue un cantante, autor y diseñador. Estudió música, diseño y arte antes de empezar su carrera como músico en 1963. Comenzó a adquirir fama en julio de 1969 con el lanzamiento de su sencillo “Space Oddity” que llegó a situarse en el top 5 del UK Singles Chart. En 1972, en la era del glam rock, creó uno de sus muchos alter egos, Ziggy Stardust, y lanzó el sencillo Starman junto a su disco Rise and Fall of Ziggy Stardust and the Spiders from Mars. Ziggy fue un ejemplo de las continuas innovaciones que marcaron su carrera. En 1975 consiguió su primer número uno en Estados Unidos gracias a su sencillo “Fame”, coescrito con John Lennon, junto al disco Young Americans.

Destacó, además de por su música, por su imaginación en cuanto a la moda y sus presentaciones en vivo. A lo largo de su carrera desarrolló números personajes como Ziggy Stardust, Aladdin Sane y Thin White Duke que definieron y enriquecieron su música y estilo. Participó tanto en el cine (en películas como “Labyrinth” en 1986, “Merry Christmas, Mr. Lawrence” en 1983 y “The Prestige” en 2006) como en el teatro (“The Elephant Man” de 1980) (Brown, 2021). Bowie siempre buscaba formas de innovar, un ejemplo de ello fue la creación de su propio ISP⁸ y club de fan interactivo llamado BowieNet que amplió más su papel como pionero de los negocios y la tecnología. El nombre que utilizaba Bowie en la red era “Sailor”. Este servicio fue lanzado en septiembre de 1998, ofrecía el acceso estándar a internet y almacenamiento online de la época por una suscripción mensual de 19,95 dólares. Lo que diferenció a su plataforma fue el uso de un correo electrónico personalizado (your.name@davidbowie.com), foros de chat, fotos, audios, videojuegos, transmisiones en directo y videos exclusivos⁹. La compañía que estaba detrás de BowieNet era una que fue cofundada por el propio Bowie, UltraStar, que buscaba establecer portales online centrados en varios nichos deportivos, de entretenimiento y moda. Bowie se despidió oficialmente de BowieNet en 2012 aunque en 2006 ya era casi oficial que la página dejaría de existir (Hogan, 2016).

3.2 El origen de los bonos Bowie

El momento en el que Bowie emitió los bonos fue ideal, fue un periodo intermedio entre la búsqueda por parte de Wall Street de invertir en productos exóticos y el surgimiento de Napster que revolucionaría la forma en la que la música era consumida, la entrada del streaming en el sector.

De acuerdo con el banquero David Pullman, el responsable de la creación de los Bowie Bonds, estos bonos fueron el primer ejemplo de un instrumento financiero vinculado a



un catálogo musical en Wall Street (Christman, 2016). La emisión fue respaldada por los royalties procedentes de 25 álbumes (287 canciones) que el cantante inglés había grabado antes de 1990 mientras que él mantenía la propiedad de los álbumes aunque no se incluían las ganancias procedentes de los conciertos. Además el cantante poseía todos los derechos de estas canciones lo que facilitaba de manera importante el proceso de titulización a diferencia de otros casos que se presentarán en capítulos posteriores.

La emisión se produjo en enero de 1997 por 55 millones de dólares a través de bonos con un valor nominal de 1.000 dólares, un tipo de interés anual fijo del 7,9% y vencimiento a 10 años. Eran autoliquidativos, es decir, el principal se reducía con el paso de los años y parecieron atractivos a los inversores porque, en ese momento, fueron percibidos como una inversión estable a largo plazo. Moody's Investors Service le concedió una calificación crediticia de "inversión" indicando que existía un bajo riesgo de impago en el momento de su emisión. Prudential Insurance Co. compró la totalidad de los bonos. Bowie utilizó parte de los 55 millones de dólares para comprar los derechos que su anterior manager tenía sobre algunas de sus canciones (McCrum, 2016).

Como se ha señalado en el apartado anterior, Bowie fue un innovador y lo demostró, una vez más, participando en la creación de un nuevo producto financiero. El proceso consistía en reunir todos los futuros royalties que iba a recibir a través de sus canciones, juntarlos en un paquete y repartirlos en partes iguales. Sin embargo, como se explicará más adelante, las predicciones fueron demasiado optimistas. Se encontraba en una era en la que, inicialmente, la venta de discos estaba en su momento álgido por lo que la rentabilidad de sus bonos fue alta pero, con la llegada de internet y el cambio en el hábito de consumo de la música por parte de los oyentes se produjo una caída en la rentabilidad de los bonos y de su calificación crediticia por parte de Moody's. Paso de una calificación inicial de A3 a Baa3, un paso anterior a ser calificado como bono basura¹⁰ aunque la emisión siguió adelante según lo establecido en el folleto de emisión amortizándose por completo en 2007. Los bonos siguieron el mismo curso que experimentó la música en físico. (fuente, año)

115

Pero, según McCrum (2016), al principio el cantante inglés pensaba en vender su propiedad intelectual al completo debido a la creciente popularidad que pensaba que tendrían sitios como Napster pero fue Pullman quién le dijo que sería mejor titularizar los flujos de caja que se iban a generar. Tras el éxito de los bonos Bowie, Pullman emitió más bonos de artistas como James Brown, Isley Brothers y Ashford & Simpson.

3.3 El efecto del streaming

La carrera musical de David Bowie empezó en 1962, cuando tenía 15 años, tras formar su primera banda the Konrads pero fue años más tarde, con el lanzamiento de Space Oddity en 1969, que su carrera empezó a despegar. El último álbum se dio a conocer al público el 8 de enero de 2016.

A lo largo de este período, la forma en la que el público consumía la música fue evolucionando al igual que los géneros musicales. En los años 70 la música empezó a ser portable y se estaba reduciendo el coste de instalar radios en los coches lo que favoreció a que los nuevos llevarán radios incorporadas. Esto supuso un aumento de exposición de la música al público y aumentó más con la introducción en el mercado de los Walkman por parte de Sony en 1979 que permitió que los consumidores disfrutaran de sus canciones favoritas en los lugares que ellos quisieran. Los Walkman, en su fecha de estreno, tenían un precio aproximado de 116 libras esterlinas, un álbum en formato cassette costaba entre cinco y siete libras, una sola canción, como “Another Brick in the Wall, Part 2” de Pink Floyd, se situaba en torno a dos libras y un vinilo EP/EL tenía un precio entre 7 y 8 libras¹¹ (Peoples, 2022).

La industria musical se encontraba en un periodo donde reinaba la compra de CDs por parte de los oyentes. Fue un boom que estuvo presente desde los años 80 hasta los 2000, fue una época en la que los fans tenían que desplazarse hasta los establecimientos para adquirir un CD por unos 18 dólares con el fin de obtener la única canción que les gustaba de ese álbum. Cualquiera con el equipamiento necesario, podía grabar una canción, pero eso no significaba que pudieran distribuirlo en las tiendas. Con el nacimiento de Napster, todo esto cambió.

Fueron unos estudiantes universitarios los que lideraron este cambio en el consumo a principios de los años 2000. Crearon una plataforma, Napster, a través de la que los usuarios compartían los archivos musicales que tenían en sus ordenadores personales. Estos archivos no eran obtenidos de manera legal, razón por la que la plataforma desapareció años más tarde tras demandas por parte de las grandes discográficas (en ese momento contaba con alrededor de 70 millones de usuarios) y sirvió de inspiración para el nacimiento de Spotify en Noruega.

El cierre de la plataforma fue solo el comienzo. El público descubrió que tenía la opción de acceder a música de manera online y ya no tenían que acudir físicamente a las tiendas. Este escenario dio lugar a más demandas por parte de las discográficas a diferentes usuarios (Fuente, año). Steve Jobs aprovechó esta oportunidad con el lanzamiento del iPod. Las personas que tenían en su poder el dispositivo podían comprar, de manera individual, las canciones que querían escuchar. Supuso el fin al monopolio que tenía las discográficas de la distribución musical, empezaban a entrar nuevos jugadores en el terreno.

Con el paso de los años, la compra de música digital fue descendiendo y entró en juego Spotify, compañía noruega con una idea de negocio similar a la de Napster con la principal diferencia de que tuvieron que ponerse en contacto con los artistas para obtener los derechos para la distribución de sus canciones. Las negociaciones



supusieron un retraso en el lanzamiento de la aplicación de dos años y medio. En el momento de lanzamiento estuvo presente únicamente en el continente europeo: España, Noruega, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Alemania, Italia y Francia.

El modelo de negocio inicial fue ofrecer dos opciones al usuario. La primera otorgaba la opción de escuchar música online, gratis, pero con una restricción de 20 horas semanales todo esto unido a la presencia de anuncios. La segunda opción consistía en acceder de manera premium a todos los servicios ofrecidos por Spotify a cambio del pago de una mensualidad. Aunque pueda parecer que el negocio se sustentaba en la publicidad, sucedía todo lo contrario. En ese momento eran los suscriptores los que generaban rentabilidad a la empresa.

A pesar de que los artistas son el principal sustento de la plataforma, las ganancias que reciben por su presencia en Spotify son mínimas y tienen que recurrir a una enorme cantidad de reproducciones para poder recibir el salario mínimo. Ciertos artistas han llegado al punto en el que sus ganancias provienen, en un 100%, de sus conciertos¹².

4. LOS BONOS EN EL MUNDO DEL ARTE Y EL ENTRETENIMIENTO

117

4.1 El origen de los celebrity bonds

Un celebrity bond es un tipo de ABS emitido por el titular de los derechos de la propiedad intelectual y respaldado por dichos activos intangibles. El emisor del bono recibe el dinero por adelantado por parte de los inversores a cambio de que puedan participar en los futuros beneficios procedentes de los royalties que el emisor espera cobrar. Estos royalties garantizan el flujo de caja utilizado para el pago del principal y los intereses que figuran en la escritura de emisión del bono (CFI, 2017).

Los celebrity bonds están, generalmente, respaldados por derechos musicales pero puede ser respaldado por cualquier creación de un artista con una gran reputación y fama. El primer bono de este tipo en ser emitido fue obra de David Pullman con la emisión de los bonos Bowie por valor de 55 millones de dólares (fuente, año).

El emisor busca reunir la propiedad intelectual de uno o varios artistas que no hayan perdido fama con el paso del tiempo e incluirlos en una misma emisión titulizada. Existen diversos casos que podrían incluirse en estas emisiones debido a que su popularidad se mantiene como “All I want for Christmas is you” de Mariah Carey y “Last Christmas” del dúo británico Wham! La primera fue lanzada en 1994 y se ha estimado que, a fecha de diciembre de 2021, ha generado ganancias de 2,5 millones de dólares anuales contando únicamente los procedentes de derechos de autor y, en ventas globales, se encontraba en los 16 millones de dólares generados. Cada año recibe entre 600.000 y un millón de dólares de ganancias derivadas de su reproducción, uso y distribución (Córdoba, 2021). La segunda canción, estrenada en 1984, de acuerdo con Solé (2021), continúa generando royalties por valor de 410.000 euros anualmente.

Una de las razones de su constante popularidad recae en la exposición a nuevas audiencias como es el caso de la banda británica Queen. De acuerdo con datos publicados por Christman (2024a), tres años antes del estreno de la película *Bohemian Rhapsody* en 2018, la banda contaba con un consumo medio anual de 752.000 álbumes, cifra que, entre 2020 y 2022 se colocó en un consumo medio cercano a 1,53 millones de álbumes por año.

Como resultado, los artistas que siguieran una emisión similar a la que realizó David Bowie, recibirían el dinero por adelantado de los futuros royalties que esperan generar mientras mantienen la propiedad de sus creaciones. Adicionalmente, traspasaban el riesgo originado por la posibilidad de pérdida de valor y atractivo con el paso del tiempo a los inversores.

La introducción de estos instrumentos de renta fija en el mercado sirvió como precedente para utilizar otros activos intangibles para respaldar futuras emisiones. Según Kretschmer et al. (1999), artistas como Rod Steward, Rolling Stones y Elton John se unieron a la moda con la ayuda de bancos como Nomura, Citibank, Merrill Lynch y Morgan Stanley que eran los encargados de la emisión. Por ejemplo, David Pullman se hizo cargo de la emisión de James Brown, que estaba respaldada por los derechos de propiedad intelectual de aproximadamente 750 canciones (Damron & Labbadia, 1999). Aunque, según Marsh (2016), el cantante demandó salir del acuerdo en 2006.

El lanzamiento de los bonos Bowie demostró que activos intangibles como las obras intelectuales pueden ser consideradas como una posible inversión. Como se ilustra más adelante, existen titulizaciones respaldadas por derechos cinematográficos, franquicias de restaurantes e incluso tiras de cómic. En 2015, este tipo de titulizaciones esotéricas supusieron un 21% del total de emisiones respaldadas por activos en Estados Unidos (Marsh, 2016).

4.2 Casos de estudio

Este movimiento, iniciado por Bowie, marcó un antes y un después en la titulización de activos. El cantante fue capaz de prever la llegada del streaming lo que le permitió emitir sus bonos en el momento ideal. Más artistas se unieron, varios estudiaron la posibilidad, pero no todos lo vieron viable. La diferencia hoy en día está en que los artistas han decidido directamente vender sus catálogos (Bowie emitió los bonos, pero sin perder sus derechos de autor) y recibir en su totalidad las ganancias en un solo pago. Son las empresas junto a los fondos de inversión, o de manera independiente, las que titulizan estos catálogos. De esta forma se está logrando una separación casi completa entre el artista y su creación, aunque se comentará sobre este asunto con más detalle en los siguientes epígrafes.



A continuación, se comentan otros casos de titulización no tan convencionales como son el de las películas y el arte. Existen casos en los que las productoras han emitido bonos respaldados por las expectativas de rendimiento de sus futuros largometrajes. No sucede lo mismo en el mundo del arte. La titulización de los cuadros se está realizando actualmente por parte de casas de subastas siendo Sotheby's la primera en emitir sus propios bonos titulizados. Las casas de subastas son las más conocedoras del valor, tanto económico como emocional, que tienen las obras de arte por lo que han estado contratando a personal cualificado para desarrollar este innovador instrumento financiero. (Fuente, año)

Las cifras generadas por cada uno de estos tres sectores acompañan a esta implementación. En 2019, a nivel mundial, Frater (2023) publica que la taquilla cinematográfica mundial fue de 26.000 millones de dólares, de acuerdo con McAndrew (2024), la industria del arte tuvo unas ventas de 67.800 millones de dólares y según IFPI (2022), la industria musical tuvo unas de 26.200 millones de dólares.

Unido a la información previa, nos encontramos con un mercado estadounidense que terminó 2022 con sus peores datos desde 2008. Los principales índices bursátiles de Estados Unidos registraron caídas importantes en comparación al ejercicio anterior. El Dow Jones Industrial Average registró una caída del 8,78%, S&P 500 del 19,44% y Nasdaq Composite del 33,10%. Se auguraba una posible recesión, la inflación había alcanzado niveles no vistos desde 1980, la Reserva Federal estaba implementando fuertes subidas de los tipos de interés, aumentaban las tensiones geopolíticas y persistía la volatilidad en los datos económicos publicados. Esta subida en los tipos de interés provocó una caída en el precio de los bonos y se preveía que el mercado bajista se mantendría. Como consecuencia, los inversores tuvieron que buscar alternativas para cubrirse ante las posibles pérdidas.

119

4.2.1 Mercado cinematográfico

Al contrario que en la industria musical, la presencia de los ABS no ha destacado de manera importante dentro de la industria cinematográfica. Se han observado emisiones de bonos respaldados por el desempeño de un catálogo de películas por parte de Disney a finales del siglo pasado y a comienzo de este aumenta su popularidad. La principal diferencia con los otros dos mercados es que no hay emisiones recientes. El mercado del arte está empezando mientras que la música está retomando lo que pausó hace unos años, pero no hay novedades relevantes dentro del mercado cinematográfico. En este epígrafe se analizarán las principales emisiones de bonos titulizados y las posibles razones que expliquen porque no son tan populares. (fuente, año)

4.2.1.1 Primeras emisiones

Empezando con The Walt Disney Company, en octubre de 1992, de acuerdo con información proporcionada por (Keslar, 1992), la empresa emitió por primera vez bonos vinculados al desempeño de sus estrenos cinematográficos por valor de 400 millones de dólares. Se trataba de una emisión de eurobonos¹³ a siete años que buscaba atraer a

inversores europeos y japoneses. Un 50% de la emisión se ofertó a un grupo selecto, compuesto principalmente por compañías de seguros y fondos de pensiones, en Estados Unidos. En el momento del anuncio, la empresa comunicó que 13 películas respaldarían la emisión entre las que se encontraban *The Muppet Christmas Carol*. Algunos de los actores que protagonizaban las películas de esta lista provisional eran Michael Caine, Don Johnson, Michael J. Fox y Alan Arkin.

Los inversores recibirían rendimientos que iban desde el 3% hasta un máximo del 13,5% nominal anual (los cupones se pagarían semestralmente). Los pagos de intereses contingentes equivaldrían al 50% de los ingresos “elegibles” que superasen los 800 millones llegando hasta un exceso máximo de 240 millones de dólares. De estos ingresos “elegibles”, Disney primero deduciría una comisión fija de distribución limitada. Si las películas que respaldaban la emisión tenían un rendimiento inferior a los 800 millones de dólares fijados como referencia, la compañía solo tendría que pagar un 3% de intereses nominales anuales.

Los bonos contaban con un cupón inicial del 3,5% semestral durante el primer año y medio de la emisión, posteriormente se reduciría a un 1,5% semestral. Este descenso en el tipo de interés de los cupones se traducía en un aumento en la compensación futura a partir del decimotercero mes. Se estimaba que los inversores comenzarían a recibir mayores rendimientos a partir del cuarto año, esperándose un rendimiento medio del 10,4% (Keslar, 1992).

Dos años más tarde, en 1994, según datos proporcionados por The Associated Press (1994), Disney vendió 400 millones de dólares en bonos que pagaban tasas de interés vinculadas al éxito de sus películas y anunció que fijaría el precio de los títulos para que rindieran dos puntos porcentuales por debajo de la tasa del bono del Tesoro a siete años que, en el momento de su emisión, se encontraban en un 5,48% anual. Además, los inversores recibirían beneficios de una cartera de películas. Nuevamente sería una emisión de eurobonos y se anticipaba que obtuviera una calificación A1 por parte de Moody's y AA- de Standard & Poor's.

En marzo de 1998, el grupo mediático italiano Cecchi Gori Media Group emitió unos bonos respaldados por los flujos de caja procedente de 1.200 películas¹⁴ por valor de 475.000 millones de liras (aproximadamente 250 millones de dólares) de ese momento. Su calificación crediticia era A y contaba con Merrill Lynch como bookrunner de la operación y Deutsche Bank A.G. como fideicomisario. Es importante mencionar que el valor de las películas era de 781.000 millones de liras italianas (aproximadamente 400 millones de dólares). Esta sobrecolateralización fue clave para asegurar que su liquidación sería más que suficiente para cubrir el pago a los inversores en caso de encontrarse en una situación de impago. Este escenario se produjo meses después de su salida al mercado. Mediafiction, compañía 100% controlada por el grupo encargado de



las películas, falló en el pago de la cantidad periódica procedente de la distribución de las cintas. Pagó el 50% de los 12,5 millones de liras italianas pactadas. Este evento fue interpretado como un desencadenante de la rescisión del contrato, pero, dado que el fideicomisario aseguró que el pago se realizaría pronto, no se procedió a la liquidación de los activos. Además, los inversores, tras una votación, decidieron no finalizar el contrato ya que ellos sí estaban recibiendo los pagos prometidos. Aun así, condujo a una reducción de su calificación por parte de las agencias. Como se explicará más adelante, se debe emitir información de forma periódica (según se especifique en el folleto de emisión) sobre el estado de la operación y, durante ese período de incertidumbre, la información era escasa y se recibía después de que los interesados hubieran insistido en numerosas ocasiones. Finalmente, se consideró toda esta situación como un test de estrés y se dio a conocer que el impago fue debido a cambios en la dirección (Moore, 2000).

4.2.1.2 Pérdida de popularidad

Disney fue de los primeros en emitir bonos respaldados por el desempeño de una cartera de películas, pero no es hasta principios del siglo XXI en el que este tipo de bonos empiezan a ser populares y se da a conocer el verdadero impacto de las grandes productoras y su enorme influencia en el desempeño de los largometrajes. Según Chalk (2016), los estudios cinematográficos emitieron un total de 14.000 millones de dólares durante 2005 y 2010. Estaban respaldados por un porcentaje de los beneficios obtenidos de películas que fueran a ser emitidas e incluso algunos incluían películas antiguas que proporcionaban ingresos a largo plazo a través de vías como pay-per-view o la venta de mercancía.

121

El problema recae en la continua dependencia de los estudios cinematográficos para generar más o menos flujos de ingresos. En la gran mayoría de los casos, son los estudios los que controlan casi todos los elementos que determinan el éxito de una película, desde el presupuesto de preproducción hasta la distribución posterior años más tarde de su estreno.

A principios de los años 2000 las grandes productoras de cine estadounidenses estaban emitiendo bonos respaldados tanto por películas estrenadas como próximas a ser estrenadas. En este apartado se expondrán los casos que se han considerado como más destacados, los intervinientes principales y las características más relevantes de las emisiones. A su vez, se irán exponiendo las causas que provocaron el cese de este tipo de emisiones. En 2005, Marvel Studios, a través de la SPV “MVL Film Finance LLC”, desarrolla una emisión de bonos ABS compuesto por un único tramo, la clase A, con cupones variables trimestrales, por un valor de 465 millones de dólares y calificado con una Aaa por Moody’s (2005). Cuatro años más tarde son valorados con una Baa3 y al año siguiente son amortizados.

A finales de 2011, el estudio Miramax Films lanzó al mercado la primera titulización respaldada por más de 700 películas que ya habían sido emitidas. Los inversores esperaban un riesgo más elevado ya que los flujos de caja dependían de la atención que el estudio decidiera dar a las películas porque, una mayor atención, implicaba una mayor inversión en publicidad lo que conducía a mayores probabilidades de no pasar desapercibida por el público y obtener mayores beneficios en la taquilla. El valor de la emisión fue de 550 millones de dólares y contaba con Barclays Capital dirigiendo la operación. El acuerdo incluía los flujos de caja generados a raíz de los contratos existentes ligados a la concesión de licencias de las películas, es decir, los procedentes de canales de distribución (televisión, plataformas digitales y físicas como los DVDs y Blu-Rays) y los futuros contratos que se puedan generar a partir de dicha cartera de películas. Algunos títulos incluidos en esta cartera eran Pulp Fiction (dirigida por Quentin Tarantino y protagonizada por Uma Thurman y John Travolta), Good Will Hunting (protagonizada por Matt Damon y Robin Williams), Reservoir Dogs (también dirigida por Quentin Tarantino), entre otras. (FUENTE, AÑO)

122

De acuerdo con información proporcionada por Moody's (2021), la emisión (Miramax LLC Series 2011-1) estaba compuesta por dos tramos los cuáles vencía en la misma fecha, el 20 de octubre de 2021. El primer tramo, 2011-1 CI. A¹⁵, era de 350 millones de dólares, tenía un cupón fijo del 6,25% nominal anual pagadero por trimestres vencidos. Su valoración inicial fue de Baa3 por parte de Moody's y se mantuvo hasta la fecha en la que se amortizó, el 24 de agosto de 2014. El segundo, 2011-1 CI. B¹⁶, se emitió por 150 millones de dólares con un cupón fijo del 10% nominal anual pagadero por trimestres vencidos y se mantuvo vigente hasta la fecha de vencimiento. La emisión estaba respaldada por 728 películas y 14 series, miniseries y especiales de televisión, 240 libros, todas las marcas comerciales de Miramax, materiales tangibles y electrónicos derivados de los títulos anteriores y todos los contratos existentes relacionados con la explotación de dichos títulos. Es importante mencionar que la cartera que respaldaba la emisión no contaba con el flujo de efectivo generalmente utilizado para garantizar el pago, en este caso el gestor de la cartera dispone de la capacidad de explotar la misma según crea conveniente mediante nuevos contratos que generarán nuevos ingresos futuros. Se trataba de un flujo de caja que no se conocía con certeza aunque existía la posibilidad de cambiar al gestor si se consideraba necesario. La cartera era fija por lo que no se añadirían nuevos títulos, la empresa no tenía un historial relevante debido a su reciente creación y la industria del entretenimiento estaba en una época de cambios respecto a sus precios y distribución. Todos estos aspectos contribuyeron a que se asignara dicha calificación.

La cartera que respalda cada emisión es una de las principales diferencias entre cada emisión mencionada. Un ejemplo es la emisión de 2010 de Village Roadshow Films (BVI) Limited valorada en 975 millones de dólares. Este acuerdo era un híbrido entre los casos comentados y el que figura a continuación. La cartera de películas que



garantizaba la emisión incluía los derechos cinematográficos internacionales, y sus flujos de efectivo correspondientes, de 66 películas más futuros estrenos (Weilamann et al., 2010).

Años antes, en 2002, Dreamworks Animation, mediante la SPV DW Funding LLC (DW Funding), lanzó una emisión con un valor entorno a los 1.000 millones de dólares y que obtuvo una valoración de Aaa por parte de Moody's (2002). La emisión estaba respaldada por 37 películas que llevaban poco tiempo estrenadas. La estructura estaba diseñada con el fin de eliminar el riesgo de producción y reducir su exposición al riesgo de rendimiento que se logra incorporando películas con una trayectoria de 8 semanas en la cartelera nacional estadounidense. Se ha estimado que es el tiempo necesario para determinar con un nivel alto de certeza el éxito que tendrá dicha producción.

Era similar a la que hizo posteriormente Miramax con la diferencia de que las películas del estudio de animación eran estrenos recientes, al contrario de Miramax que eran películas que ya poseían cierto recorrido dentro de la industria. Esta emisión fue la que comenzó la fiebre por parte de la industria estadounidense de titularizar sus películas. Unos meses después del estreno, los inversores recibían sus beneficios con base en las predicciones de ingresos futuros y derechos de distribución que se otorgarían a terceros basándose en la recaudación original de la taquilla (Tempkin, 2011).

123

En un principio, la emisión de Miramax parecía ser la más segura ya que eran largometrajes que han tenido y siguen teniendo éxito, los contratos de licencia de distribución ya estaban vigentes y, tras la desaparición de los monoline¹⁷ para los ABS, la máxima calificación que podría obtener era de triple B o una A. Como comenta Tempkin (2011), esta emisión tenía una estructura similar a la de los bonos Bowie.

Más tarde, en agosto de 2014, Miramax lanzó al mercado otra emisión de bonos titulizados, a través de Miramax LLC Series 2014-1, con las mismas características por valor de 250 millones de dólares (fuente?). Según Lang (2014), la emisión estaba calificada como BBB+ por S&P con vencimiento el 20 de julio de 2026 y rentabilidad de 3,34% anual. Barclays volvió como asesor y ejerció como bookrunner de la operación. En esta ocasión, de acuerdo con Asset Securitization Report (2014), la emisión estaba respaldada por unas 700 películas, 12 series, miniseries y cortometrajes y proyectos en desarrollo junto con derechos sobre libros. Resulta interesante mencionar como, en 2011, obtuvieron 550 millones de dólares respaldados por más de 700 películas y en 2014 tuvieron que utilizar esas 700 películas más otros activos adicionales para obtener menos de la mitad de la financiación anterior. La razón se debe a que Standard and Poor's (S&P) valoró que, al tratarse de estrenos antiguos, los flujos de caja descenderían. Además, Miramax iba a invertir una baja cantidad en la producción de nuevas películas lo que perjudicó su percepción como generadora de nuevos flujos de caja futuros procedentes de la concesión de licencias para su posterior distribución.

4.2.2 Mercado del arte

De los tres mercados mencionados, el arte es el que más dinero ha estado moviendo debido a que, de momento, solo pueden acceder inversores con un elevado poder adquisitivo. En este mercado nos encontramos con una variable crucial, el valor emocional. Si ponemos cifras a las razones por las que los coleccionistas adquieren estos activos, según Picinati di Torcello y Petterson (2023), la principal motivación es el valor emocional (85%), seguida por la diversificación de sus carteras (52%), los beneficios obtenidos de la inversión (51%) y el valor social (49%). Aquí se observa el primer cambio, en este mismo estudio realizado en 2021, la segunda motivación fue el valor social. Está surgiendo una tendencia por parte de los inversores y coleccionistas de introducir el arte dentro de sus carteras de inversión y no está pasando desapercibido por parte de las principales casas de subastas¹⁸. En 2021, los tres principales bancos que concedían préstamos respaldados por obras de arte eran Bank of America, J.P. Morgan y Goldman Sachs, todos vieron un fuerte crecimiento, en el caso de Bank of America un 30% respecto al ejercicio anterior (Frank, 2021).

124

Sotheby's es una de las dos principales casas de subasta y ofrece obras de arte y demás objetos únicos a clientes de aproximadamente 130 países que pueden acceder a casi 70 categorías diferentes de coleccionismo. Se encuentran en una posición privilegiada que no va a desperdiciar. A diferencia de los bancos, conoce de primera mano el funcionamiento del mercado del arte y es la razón por la que en los últimos años ha estado contratando personal para ampliar su área financiera (FUENTE, AÑO). De acuerdo con Arroyo y Williams (2023), la casa de subastas estuvo presentando a inversores la primera titulización respaldada por los préstamos personales concedidos a aquellos con un elevado poder adquisitivo garantizados por las obras de arte que coleccionan. Picinati di Torcello y Petterson (2023) estimaron en su informe que el mercado de préstamos garantizados por arte se situó en 31.000 millones de dólares en 2022 mientras que las personas con un elevado patrimonio neto contaban con 1,5 billones de dólares invertidos en sus colecciones personales.

Dado que en los siguientes epígrafes se entrará con más detalle en los royalties de los cantantes, es interesante mencionar que los artistas también reciben royalties, aunque no de la titulización si no de las veces que se vendan sus creaciones. Este derecho de participación es conocido como droit de suite y otorga al autor de una obra original el derecho a recibir regalías por las sucesivas reventas realizadas a través de un profesional del mercado del arte o una casa de subastas. Solo estará presente si el precio de venta alcanza o excede 1.000€, se rige por una escala progresiva y solo estará vigente durante el mismo periodo que los derechos de autor, es decir, durante la vida del artista y los 70 años posteriores a su fallecimiento. Existe un límite para el total de regalías que puede recibir un artista por la venta de una de sus obras de 12.500€. Esta legislación solo se



aplica para un artista nacional del Espacio Económico Europeo (EEE) y si la venta se realiza en un país perteneciente a dicho espacio. (Intellectual Property Office, 2024).

4.2.2.1 Primera emisión de un ABS respaldado por arte

El mundo del entretenimiento ha estado presente en el mundo de las inversiones alternativas y parece que empieza a tener más peso. Según publica Kallergis Rowland (2024), el rango de inversión de los clientes de J.P. Morgan en inversiones alternativas se encuentra entre el 15 y 30 por ciento. Son los clientes UHNW¹⁹ los que han estado participando en el mercado del arte y, según el reconocido Art & Finance Report de Picinati di Torcello & Petterson (2023), un 63 por ciento de los servicios ofrecidos por los wealth managers integran el arte en sus carteras.

Los coleccionistas de arte compraban de artistas que promulgaban mensajes con los que se sentían identificados y mantenían esas obras en su colección durante un largo periodo de tiempo. A muchos ni siquiera pensaba en poder revenderlos para poder obtener más liquidez, era una inversión emocional que mantenían en su posesión. Esta tendencia ha ido cambiando recientemente cuando se han ido descubriendo formas de explotar dicha inversión sin tener que deshacerse de su preciada compra.

La financiación procedía de préstamos respaldados por obras de arte. Entre sus principales características nos encontramos con la baja correlación respecto a otras clases de activos lo que lo convierte en una buena elección a la hora de diversificar una cartera. Estos préstamos deben estar ideados cuidadosamente por expertos tanto del arte como de las finanzas para reducir el riesgo. Ofrecen rentabilidades atractivas ligadas a una buena protección del principal donde el inversor no debe preocuparse de poseer el original. Aquí es donde entra en juego Sotheby's y su titulización respalda por dichos préstamos. La demanda fue tan elevada que pasó de la emisión inicial de 500 millones de dólares a 700 millones de dólares.

125

En este apartado se incluirán los datos más relevantes de la emisión ArtFi Master Trust, Series 2024-1²⁰ de Sotheby's. Toda la información que se expondrá a continuación corresponde al documento de calificación elaborado por Nam et al. (2024) de Morningstar DBRS. Empezando por la información básica, la emisión está compuesta por cinco tramos. Todos los tramos tienen un cupón fijo salvo el segundo (el tramo A-2) que se trata de un bono de interés variable. El cupón se fija con relación al SOFR más un diferencial de 150 puntos básicos por encima del tipo interbancario en cuestión. Todos tienen una calificación de inversión y, el bono que ofrece un mayor cupón (7,91%) tiene una calificación media, de BBB, solo un puesto por encima de lo que se consideraría como "no inversión". La emisión total es de 700 millones de dólares siendo los tramos A-1 y A-2 los que mayor cantidad acumulan, 553,3 millones de dólares, y mejor calificación tienen (véase la figura 3). La emisión también está compuesta por unos bonos de clase RR con un principal de 39.176.347 de dólares que se mantendrán en posesión del transferor, es decir, Sotheby's ArtFi Funding LLC.

Figura 1. Tramo, cantidad, cupón y calificación crediticia de la emisión

Credit Rating Summary

Class	Amount (\$)	Coupon (%)	Credit Rating ⁽¹⁾	Rating Action
A-1	453,300,000	6.43%	AAA (sf)	Provisional Rating – Finalized
A-2	100,000,000	SOFR ⁽²⁾ + 1.50%	AAA (sf)	Provisional Rating – Finalized
B	54,300,000	6.58%	AA (sf)	Provisional Rating – Finalized
C	32,200,000	6.83%	A (sf)	Provisional Rating – Finalized
D	60,200,000	7.91%	BBB (sf)	Provisional Rating – Finalized
Total ⁽³⁾	700,000,000			

Fuente: Morningstar DBRS (2024, 23 de abril) *Sotheby's ArtFi Master Trust, Series 2024-1: Rating Report*

126

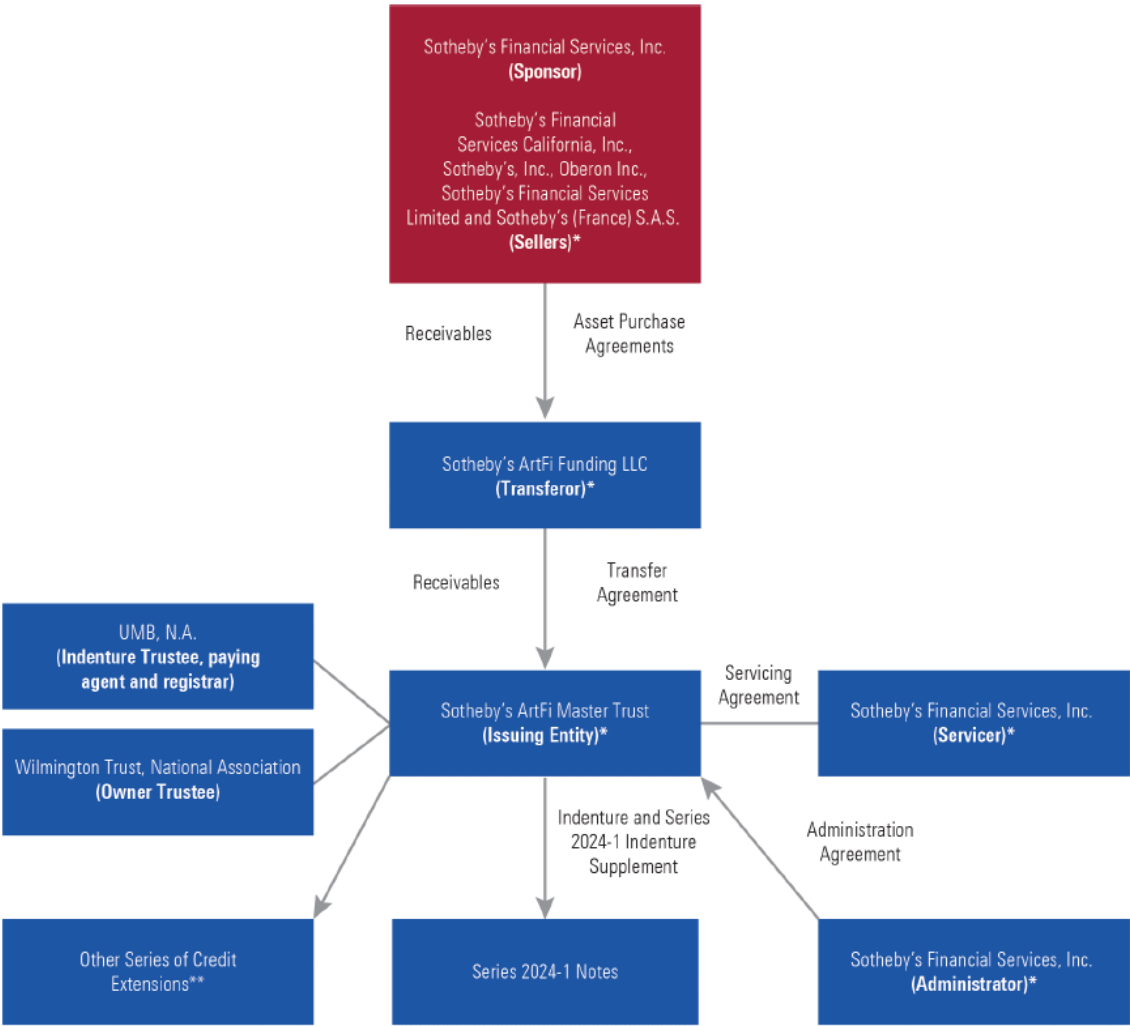
El informe utiliza un conjunto de préstamos a 12 de febrero de 2024 de 1.420 millones de dólares correspondiente a 89 préstamos respaldados por 2.484 lotes individuales²¹. Tres préstamos, que componen el 1,61 por ciento, están respaldados por un solo lote con un valor promedio de 7,6 millones de dólares. Entre las razones por las que los bonos cuentan con dicha calificación se debe a la sobrecolateralización, una cuenta de reserva, subordinación y exceso de diferencial. La cuenta de reserva de efectivo es igual al 0,5 por ciento del principal de los bonos del tramo A-1, A-2, B, C y D. Esta cuenta se repondrá cuando se considera necesario, no decrecerá y se utilizará para pagar los intereses y, en algunos casos, el principal de los bonos.

Solo se aceptan como garantías para la emisión obras de arte o artículos coleccionables (como vino, libros, muebles de diseño, joyas y relojes) que Sotheby's, o afiliados, exhibirían en sus subastas, ventas privadas u online. En lo que respecta a los préstamos concedidos, SFS aprueba cada uno de ellos basándose en un memorándum de crédito que incluye información sobre la garantía que ejerce como subyacente, estructura, términos clave del préstamo, prestatarios y garantes en caso de que los haya. La aprobación es un proceso que cuenta con diferentes niveles y cada propuesta debe ser aceptada por un miembro de la dirección ejecutiva o comité de riesgos. Los niveles estarán determinados por el tamaño de la propuesta y factores como una calificación de elevado riesgo por parte del departamento de compliance de Sotheby's. Los préstamos se ofrecen de acuerdo con la garantía que lo respalde. SFS no otorga préstamos según perfil o historial crediticio del cliente y emplea un proceso de due dilligence que evalúa el cumplimiento y elegibilidad del prestatario y garante. Este tipo de préstamos suelen ser de un año de plazo y una opción de renovarlos otro año más. Los intereses se pagan trimestralmente más comisiones de originación y extensión. Además están sujetos a controles anuales del LTV²² a valor de mercado. Se aplican numerosos límites de concentración de LTV siendo su valor promedio limitado a un 60 por ciento.



En la figura 5 se puede ver cómo se ha organizado la operación. En primer lugar se observa como el patrocinador, servicer, administrador (papeles desempeñados por vendedores de los préstamos), transferor y la entidad emisora (SPV) son todas afiliadas. El transferor es propiedad de los vendedores de los préstamos mientras que la SPV es propiedad del transferor. Los vendedores venden al transferor los préstamos que luego se transferirán a la SPV. Esta titulización tiene aspectos en común con el desarrollado en el apartado anterior. Sotheby's es el encargado de tomar las decisiones sobre a quién conceder los préstamos, gestionarlos y actuar según convenga ante casos de insolvencia. La SPV (Sotheby's ArtFi Master Trust) es la encargada de emitir los ABS (Series 2024-1 Notes) que, como se observó anteriormente, están compuestos cinco clases de bonos a disposición para los inversores más una clase RR que se mantendrán en posesión del transferor (Sotheby's ArtFi Funding LLC). También se cuenta con un fiduciario (trustee), es decir, una institución financiera con poderes fiduciarios encargada de salvaguardar los activos tras su venta a la SPV que, entre sus funciones, se encarga de informar a los bonistas en el tiempo establecido en el folleto de emisión. Este papel lo desempeñan UMB Bank y Wilmington Trust, National Association.

Figura 2. Proceso de titulización de ArtFi Master Trust, Series 2024-1
Transaction Structure



Fuente: Morningstar DBRS (2024).



4.3 El mercado musical en la actualidad

4.3.1 *Royalties musicales*

Cada vez es más habitual encontrar noticias de artistas que han decidido poner a la venta el catálogo de sus creaciones musicales por gigantescas sumas de dinero a fondos de inversión o discográficas pero no es una operación sencilla. Este tipo de operaciones implica lidiar con varias partes implicadas y es raro ver una venta donde se vendan todos y cada uno de los derechos de una gran artista y solo haya que negociar con una persona o un fondo. Este apartado se centrará en introducir, de manera resumida, los diversos derechos por los que se puede negociar y como están repartidos entre numerosas entidades. Se utilizará como ejemplo la venta del catálogo de Queen ya que ha sido una de las operaciones más grandes que se han producido mientras se escribía este trabajo. Una regalía (o royalty) musical es una parte de los ingresos musicales obtenidos de cualquier forma. De acuerdo con la U.S. Securities and Exchange Commission (2017), el propietario del royalty recibe el pago antes que accionistas, ejecutivos u otros.

Para empezar, los derechos musicales se dividen en dos grupos: la grabación del sonido (o sound recording copyright) y la composición (composition copyright). El primero normalmente le pertenecen al artista que ha participado en la grabación, la empresa discográfica, el estudio de grabación u otro externo que haya financiado la grabación y hace referencia a una en concreto mientras que el segundo se refiere a la propiedad de la canción (música y letra que se distinguen de la grabación de la canción). Este último generalmente le pertenece a quien ha compuesto la canción, quien ha ideado la letras, las notas, melodías y cualquier aspecto original presente. La diferencia entre ambas es sencilla. Una canción puede tener un único derecho de autor relacionado con la composición y una cantidad infinita de derechos relacionados con la grabación del sonido. Por ejemplo, si una persona decida hacer su propia versión de otra canción, necesita solicitar permiso para utilizar los derechos de composición y, una vez lo tengan, crearán su propia versión por la que obtendrán sus propios derechos de grabación de sonido (Majewski, 2024).

129

Continuando con la venta de Queen, los activos a la venta incluyen música grabada, publicaciones y flujos de ingresos adicionales (incluidos los que provenían de la película de 2018, *Bohemian Rhapsody*, mercancía y otras licencias adicionales). Se estima que la cifra que busca alcanzar la banda es de 1.200 millones de dólares. Durante el periodo de 2019 a 2021, el beneficio medio anual de royalties que obtuvo la empresa fue de 50,71 millones de libras esterlinas. En marzo de 2024, Queen se encontraba en el puesto 45 de los artistas más escuchados a nivel global en Spotify con 51.507.901 oyentes mensuales (Christman, 2024a).

Al final, el precio que uno estará dispuesto a pagar dependerá de los flujos de caja esperados que, a su vez, dependerán del tipo de copyright que se seleccione (McKeown

& Durant, 2023). Como se mencionó anteriormente, los dos principales son la grabación del sonido (o sound recording copyright) y la composición (composition copyright) y la rentabilidad prevista no será igual. Las ventas multimillonarias que se han estado produciendo han estado ligadas al segundo de los derechos mientras que el inversor minorista ha estado apostando por el primero. Un ejemplo curioso es el caso de Taylor Swift. La cantante ha estado regrabando sus primeros álbumes y el inversor que posea los derechos de composición seguirá obteniendo royalties de dichas regrabaciones (además de las versiones originales de dichas canciones) mientras que si un inversor minorista, en un hipotético caso en el que pueda invertir en canciones de Swift, decide invertir en las regrabaciones, solo obtendrá royalties de dichas regrabaciones ya que está invirtiendo en los derechos de grabación del sonido o sound recording copyright.

La decisión de elegir uno u otro de los derechos requerirá de la capacidad que tenga el comprador de ampliar la exposición del catálogo. Tendrá que valorar si será capaz de introducir a artistas como Bob Dylan, Tina Turner o Bruce Springsteen a un público que no sabrá nada de ellos. Se tendrá que aumentar la cantidad de fans y es curioso mencionar como han ido surgiendo biopics durante estos últimos años de artistas como Queen (2018), Elton John (2019), Elvis Presley (2022), Whitney Houston (2022), Bob Marley (2024) y la próxima película de Bob Dylan (2024) y Michael Jackson (2025) que será protagonizada por su sobrino. Es bastante probable que el lanzamiento de esta última película aumente los royalties que SMG recibe del catálogo de Jackson. (FUENTE, AÑO)

Los royalties musicales se consideran una inversión relativamente estable a largo plazo debido a que se pagan a lo largo de la vida del artista más 70 años adicionales después de su muerte. Se considera que tienen potencial de apreciación debido a la existencia de una fuerte cultura del streaming. Es considerado como una inversión alternativa a incluir en la cartera ya que, entre sus ventajas, se encuentra la inexistencia de correlación con la situación del mercado. Una subida o bajada de los tipos de interés no afectará en el consumo de música. Existen diversas formas de incluir los royalties en tu cartera (Botha, 2023):

- Invertir directamente en la compra de acciones de empresas de la talla de Sony Group o Universal Music Group
- Invertir en empresas digital o plataformas de streaming
- Invertir en fondos especializados en los derechos sobre la propiedad intelectual de los artistas
- Invertir en plataformas como Royalty Exchange o Public.com que ofrecen la oportunidad de invertir directamente en las canciones (como si fueran acciones) y recibir el pago de los royalties (dividendos) de forma trimestral o como establezca la emisión.



Pero existen casos en los que no es suficiente con adquirir un catálogo ya que es posible que su mayor, o menor, valoración esté ligada a otra propiedad intelectual. Este caso sucedió en 2021 cuando North Star Media adquirió, por 2,2 millones de dólares, parte del catálogo de la banda sonora original de Shrek se aseguraron recibir el pago de royalties cada vez que las canciones fueran reproducidas. El inconveniente está en que North Star Media no posee los derechos de la propiedad intelectual de la película por lo que no tendrán ningún tipo de control o propiedad en el uso de las canciones. Se trata de una inversión pasiva (Robinson, 2011). Esta adquisición también se verá beneficiada del lanzamiento de una futura nueva película de la saga lo que, posiblemente, incrementará los pagos recibidos.

4.3.2 ¿Por qué están vendiendo los artistas?

A lo largo de los últimos años se han dado a conocer numerosos casos de artistas, con un amplio historial de popularidad, que han decidido vender sus catálogos musicales. Aparecen nombres muy conocidos como Queen, Bruce Springsteen, Bob Dylan, Michael Jackson, entre otros. Las cifras pagadas oscilan entre los 100 y los 1.200 millones de dólares y empiezan a surgir patrones a la hora de detectar a los compradores. Los artistas pueden vender o todos sus derechos al mismo postor, la mitad mientras ellos mantienen la otra mitad en su poder o vender una parte a un postor y otra parte a otro.

131

La operación más reciente a la hora de escribir este trabajo ha sido la de Queen. La banda de rock británica estuvo en conversaciones de vender su catálogo musical (excepto las ganancias obtenidas en los conciertos debido a que la banda, Brian May y Roger Taylor, sigue actuando tras reemplazar al gran Freddie Mercury con el cantante Adam Lambert) al completo desde hace un tiempo. Según publica HITS Daily Double (2024) en junio de 2024, la venta se cerró por mil millones de libras esterlinas (en torno a 1,2 mil millones de dólares)²³. Sony Music Entertainment (SME) ha conseguido los recording y publishing rights donde se incluyen los derechos de comercializar productos con los nombres de la banda, canciones y similares.

El rey del pop, Michael Jackson, también ha sido protagonista de este tipo de operaciones. En febrero de 2024, Christman (2024b) dio a conocer la noticia de que Sony Music Group (SMG) había pagado, al menos, 475 millones de libras (alrededor de 600 millones de dólares) por la mitad del catálogo musical del artista. SMG obtendrá la mitad de los derechos de la música grabada y derechos de composición al igual que los activos que forman parte del catálogo Mijac que incluye canciones escritas por Sly Stone. Bob Dylan obtuvo 400 millones de dólares tras la venta a Universal Music Publishing Group (UMPG) de sus derechos, la banda de rock estadounidense Kiss obtuvo 300 millones de dólares tras venderlos a Pophouse Entertainment Group, Bruce Springsteen consiguió 550 millones de dólares tras su venta a SMG, Warner Music Group consigue el catálogo de David Bowie por una cifra que no fue publicada, Phil Collins vendió a Concord Music Group por 300 millones de dólares, y la lista continúa.

También se ven nombres como el de Shakira (a Hipgnosis por una cifra no hecha pública), Justin Bieber (también a Hipgnosis por 200 millones de dólares), Taylor Swift²⁴ (aunque fue Scooter Braun quien vendió sus primeros seis álbumes por 300 millones de dólares a Shamrock Capital) y Katy Perry (sus primeros cinco álbumes a Litmus Music por 225 millones de dólares) entre otros.

Anteriormente estas operaciones involucraban a empresas multinacionales como Universal o Sony Music pero desde 2020, según Newstead (20204) empezaron a introducirse nuevos compradores y es cuando aumenta la popularidad de estas ventas²⁵, aparecen nombres como Hipgnosis, Round Hill o Prime Wave acompañados de fondos de inversión, hay varias razones por la que los artistas deciden recurrir a la venta de sus catálogos musicales: La primera de estas razones es que se aseguran de recibir una cantidad de dinero fija sin tener que depender de si su popularidad continuará siendo la misma, o no, a lo largo del tiempo o cualquier adversidad que afecte a los beneficios que pudieran ser recibidos y la segunda son los beneficios fiscales?.

132

Le siguen los beneficios fiscales. En términos simples, en 2021 se encontraban en las puertas de un aumento en la cotización dirigido a los grandes patrimonios por lo que, a) vendían antes de tener que pagar más impuestos, b) los royalties no seguían aumentando el patrimonio del artista y podrían evitar atenerse a que se les aplicará esa subida impositiva que se situaba en el 37%.

Se estimaba que se pagaban a los artistas múltiplos muy superiores, entre 15 y 25 veces (dependiendo del artista), a los royalties que podrían recibir en un solo año. No hay que olvidar que las ganancias obtenidas a través de las plataformas de streaming se ha ido reduciendo, conduciendo a un escenario en el que los artistas reciben cantidades ínfimas a lo realmente generado. A su vez, no pueden asegurar que sigan siendo populares con el paso de los años y la competencia en el mercado musical es cada vez mayor. No se sabrá si surgirá un cambio que revolucionará la industria musical (como lo hizo Napster años después de la emisión de los bonos Bowie). La venta reduce estas preocupaciones y a cambio reciben millones de dólares por sus creaciones (Ingham & Wang, 2021).

Si se buscan aspectos en común, se observa, en primer lugar, que los cinco artistas cuyos catálogos han sido los más caros han estado presentes en la industria musical entre 50 y 60 años (a 2024, por ejemplo, Queen tiene 51 años en la industria, Michael Jackson 45, Bruce Springsteen 60, Tina Turner 55 y David Bowie 56) por lo que cuentan con la trayectoria suficiente para demostrar su rentabilidad en la industria. Es importante que el valor que se espera que generen los royalties en el futuro sean superior al precio que pagaran los compradores por los derechos.



4.3.3 Valoración de un bono respaldado por los royalties de un catálogo musical

Como se ha indicado anteriormente, en la emisión de los bonos se aprecian diversos participantes. El lead manager ha sido seleccionado por la empresa emisora para que organice la operación y también podrá actuar como bookrunner. Están presentes durante el roadshow junto al emisor. Por otro lado, tenemos al co-manager que participan junto con el lead en dirigir la emisión. Los underwriters o aseguradores se encargan de adquirir la parte de la emisión que no se ha vendido según las expectativas iniciales junto con los sub-underwriters que adquieren parte de lo adquirido por los underwriters. Los sub-underwriters se utilizan como mecanismo para reducir el riesgo contraído por los underwriters. También puede estar presente un bond trustee o fideicomisario contratado por el emisor para supervisar la operación. Este apartado estará dedicado a la valoración de un par de bonos que componen una hipotética emisión de ABS respaldados por royalties musicales con el fin de determinar cuál sería el mejor dependiendo del perfil de inversión que tenga el comprador.

Tabla 1. Resumen de Monarchy Music Royalties LLC Series 2024-1

Monarchy Music Royalties LLC Series 2024-1					
Clase	Cantidad	Cupón (%)	Calificación crediticia	Rescate anticipado	Vencimiento
A-1	270.000.000	5,22%	A	01/07/2026	01/02/2030
A-2	80.000.000	SOFR + 2,50%	A-		01/08/2026
Total	350.000.000				

133

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar vamos a establecer los aspectos básicos. La SPV “Monarchy Music Royalties LLC Series 2024-1” representará la primera titulización de royalties musicales de Monarchy Music Group Ltd. Estará respaldada por un catálogo de 150.000 canciones de primera categoría de 5.000 artistas y compositores entre los que se encuentran nombres como The Smiths (con canciones como There Is a Light That Never Goes Out), Foreigner (I Want To Know What Love Is), Whitesnake (Is This Love) y Simply Red (Stars). Los pagos de los royalties incluyen los derechos de composición y distribución. Una empresa de valoración independiente valoró el catálogo en 550 millones de dólares utilizando un método de flujo de caja descontado basado en previsiones de caja y utilizando una tasa de descuento del 7%.

Los bonos de la clase A-1 representan 120 millones de dólares de la emisión y cuentan con una opción de rescate anticipado el primero de julio de 2026 con fecha de vencimiento en febrero de 2048. Su valor nominal es de 1.200 dólares estadounidenses con un cupón anual del 5,2%. La clase A-2 está compuesta por FRN valorados en 80 millones de dólares con vencimiento en agosto de 2030 y un nominal de 1.600 dólares. Los cupones se pagan trimestralmente todos los 30 de abril, 31 de julio, 31 de octubre y 31 de enero. El cupón se establece en esas fechas usando el SOFR-6 meses + 250 pb como referencia. Para este ejercicio no se ha considerado la existencia de comisiones.

Ambos fueron emitidos el 30 de abril de 2020. Antes de empezar a valor un bono de la clase A-1 hay que tener en cuenta que, al existir una opción de rescate, el valor del bono rescatable deberá ser inferior al del bono ordinario. Se empezará modelizando el comportamiento de los tipos de interés anuales a plazo implícitos. Para proceder se han establecido distintas volatilidades para los diez años.

$$\begin{aligned} {}_1\sigma_1 &= 29\% & {}_2\sigma_1 &= 25\% & {}_3\sigma_1 &= 27\% & {}_4\sigma_1 &= 38\% & {}_5\sigma_1 &= 39\% \\ {}_6\sigma_1 &= 38\% & {}_7\sigma_1 &= 38\% & {}_8\sigma_1 &= 29\% & {}_9\sigma_1 &= 32\% \end{aligned}$$

la existencia de una misma probabilidad de ascenso y descenso en el árbol binominal que se utilizará para la valoración. Los tipos de interés al contado (o tipo *spot*) que se utilizarán son los de la columna ${}_0r_t$ a partir de los cuáles se obtendrán los tipos a plazo anuales:

Tabla 2. Tipos spot (${}_0r_t$) y a plazo implícitos (${}_tr_1$)

Vencimiento (años)	${}_0r_t$	${}_tr_1$
1	5,00%	5,30%
2	5,15%	5,30%
3	5,20%	5,40%
4	5,25%	5,75%
5	5,35%	5,95%
6	5,45%	5,80%
7	5,50%	5,90%
8	5,55%	6,00%
9	5,60%	6,10%
10	5,65%	

Fuente: Elaboración propia.

Para obtener los tipos a plazo anuales se tendrá que aplicar la siguiente fórmula:

$${}_tr_1 = [(1 + {}_0r_{t+1})^{t+1}] / [(1 + {}_0r_t)^t] - 1$$

Por ejemplo:

$${}_7r_1 = \frac{(1 + 0,0555)^8}{(1 + 0,055)^7} - 1 = 5,90\%$$

Los tipos a plazo implícitos se obtendrán mediante el uso de las siguientes fórmulas y, como se ha mencionado, sabiendo que los coeficientes de ascenso (u) y descenso (d) tienen la misma probabilidad de suceder.



$${}_1r_1d = {}_1r_1 \div (0,5 + 0,5 e^{2\sigma})$$

$${}_1r_1u = {}_1r_1d e^{2\sigma}$$

$${}_2r_1d = {}_2r_1 \div (0,25 + 0,5 e^{2\sigma} + 0,25 e^{4\sigma})$$

$${}_2r_1d e^{2\sigma} \quad {}_2r_1d e^{4\sigma}$$

$${}_3r_1d = {}_3r_1 \div (0,125 + 0,375 e^{2\sigma} + 0,375 e^{4\sigma} + 0,125 e^{6\sigma})$$

$${}_3r_1d e^{2\sigma} \quad {}_3r_1d e^{4\sigma} \quad {}_3r_1d e^{6\sigma}$$

$${}_4r_1d = {}_4r_1 \div (0,0625 + 0,25 e^{2\sigma} + 0,375 e^{4\sigma} + 0,25 e^{6\sigma} + 0,0625 e^{8\sigma})$$

$${}_5r_1d = {}_5r_1 \div (0,03125 + 0,15625 e^{2\sigma} + 0,3125 e^{4\sigma} + 0,3125 e^{6\sigma} + 0,15625 e^{8\sigma} + 0,03125 e^{10\sigma})$$

$${}_6r_1d = {}_6r_1 \div (0,015625 + 0,09375 e^{2\sigma} + 0,234375 e^{4\sigma} + 0,3125 e^{6\sigma} + 0,234375 e^{8\sigma} + 0,09375 e^{10\sigma} + 0,015625 e^{12\sigma})$$

$${}_7r_1d = {}_7r_1 \div (0,0078125 + 0,0546875 e^{2\sigma} + 0,1640625 e^{4\sigma} + 0,2734375 e^{6\sigma} + 0,2734375 e^{8\sigma} + 0,1640625 e^{10\sigma} + 0,0546875 e^{12\sigma} + 0,0078125 e^{14\sigma})$$

$${}_8r_1d = {}_8r_1 \div (0,00390625 + 0,03125 e^{2\sigma} + 0,109375 e^{4\sigma} + 0,21875 e^{6\sigma} + 0,273475 e^{8\sigma} + 0,21875 e^{10\sigma} + 0,109375 e^{12\sigma} + 0,03125 e^{14\sigma} + 0,00390625 e^{16\sigma})$$

135

$${}_9r_1d = {}_9r_1 \div (0,001953125 + 0,017578125 e^{2\sigma} + 0,0703125 e^{4\sigma} + 0,1640625 e^{6\sigma} + 0,24609375 e^{8\sigma} + 0,24609375 e^{10\sigma} + 0,1640625 e^{12\sigma} + 0,0703125 e^{14\sigma} + 0,017578125 e^{16\sigma} + 0,001953125 e^{18\sigma})$$

Las probabilidades se han calculado a través de la fórmula de la distribución binominal donde p y (1-p) indican las probabilidades de ascenso (50% en este ejercicio):

$$\binom{m}{n} p^{m-n} (1-p)^n$$

$$\binom{8}{0} 0,5^8 0,5^0 = 0,00390625$$

$$\binom{8}{1} 0,5^7 0,5^1 = 0,03125$$

$$\binom{8}{2} 0,5^6 0,5^2 = 0,109375$$

Los resultados obtenidos para el periodo establecido son los que aparecen a continuación:

Figura 3. Árbol binomial con los tipos a plazo implícitos

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
5%	6,80%	8,21%	10,90%	19,83%	28,87%	37,14%	51,49%	43,82%	69,08%
	3,80%	4,98%	6,35%	9,27%	13,23%	17,37%	24,08%	24,53%	36,43%
		3,02%	3,70%	4,34%	6,07%	8,12%	11,26%	13,74%	19,21%
			2,16%	2,03%	2,78%	3,80%	5,27%	7,69%	10,13%
				0,95%	1,27%	1,78%	2,46%	4,31%	5,34%
					0,6%	0,83%	1,15%	2,41%	2,82%
						0,4%	0,54%	1,35%	1,48%
							0,3%	0,76%	0,78%
								0,4%	0,41%
									0,2%

Fuente: Elaboración propia.

136

Los datos correspondientes al tercer y cuarto periodo se han obtenido de la siguiente forma (recuerde que la volatilidad anual (σ) no es constante en todos los escenarios):

$${}_3r_1d = 5,40\% \div (0,125 + 0,375 e^{2\sigma} + 0,375 e^{4\sigma} + 0,125 e^{6\sigma}) = 2,16\%$$

$${}_3r_1d e^{2\sigma} = 3,70\% \quad {}_3r_1d e^{4\sigma} = 6,35\% \quad {}_3r_1d e^{6\sigma} = 10,90\%$$

$${}_4r_1d = 5,75\% \div (0,0625 + 0,25 e^{2\sigma} + 0,375 e^{4\sigma} + 0,25 e^{6\sigma} + 0,0625 e^{8\sigma}) = 0,95\%$$

$${}_4r_1d e^{2\sigma} = 2,03\% \quad {}_4r_1d e^{4\sigma} = 4,34\% \quad {}_4r_1d e^{6\sigma} = 9,27\% \quad {}_4r_1d e^{8\sigma} = 19,83\%$$

Al disponer de la evolución de los tipos anuales a plazo implícitos, se podrá continuar con la valoración de la emisión de la clase A-1. Representan 120 millones de dólares de la emisión, con un valor nominal de 1.200 dólares y un cupón anual de 62,40 dólares y con una opción de rescate anticipado en julio de 2026 por 1.220 dólares y fecha de vencimiento en febrero de 2030. Le quedan diez años de vida.

Se empezará por el momento en el que el propietario recibirá el nominal más el cupón, es decir, al final de la vida del bono. El siguiente paso consiste en construir un árbol binomial de un bono ordinario, con la misma información pero excluyendo la existencia de la opción. Para ello, se necesitarán los tipos de interés que se han calculado anteriormente, el nominal, el cupón y la probabilidad de ascenso y descenso (que sigue siendo del 50%). Por ejemplo, el cálculo para el noveno año con un tipo de interés del 69,08% sería:

$$P_9 = \frac{0,5 (1.200 + 62,40) + 0,5 (1.200 + 62,40)}{1,6908} = 746,61$$



Aplicando el mismo cálculo a todos los periodos obtendremos el valor del bono tal como figura a continuación.

Figura 4. Proceso de difusión del precio del bono ordinario

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.207,75	1.075,37	946,06	808,66	669,81	578,47	530,81	526,85	624,65	746,61	1.200,00
	1.336,10	1.226,04	1.114,09	998,94	902,01	835,29	804,29	846,80	925,33	1.200,00
		1.423,03	1.335,36	1.245,92	1.156,36	1.082,64	1.031,67	1.024,33	1.058,99	1.200,00
			1.471,91	1.398,81	1.318,76	1.245,56	1.184,71	1.146,56	1.146,30	1.200,00
				1.483,68	1.410,82	1.340,49	1.276,25	1.222,85	1.198,40	1.200,00
					1.459,90	1.392,32	1.327,57	1.267,71	1.227,82	1.200,00
						1.419,73	1.355,41	1.293,20	1.243,93	1.200,00
							1.370,29	1.307,42	1.252,59	1.200,00
								1.315,27	1.257,21	1.200,00
									1.259,66	1.200,00
										1.200,00

Fuente: Elaboración propia.

137

Volviendo al noveno periodo, al resultado que se ha obtenido de 746,61 hay que volver a añadir el cupón, al igual que en el octavo y con todos los periodos. Adicionalmente, se debe aplicar el tipo de interés correspondiente de acuerdo con el obtenido anteriormente. Por ejemplo, 1.146,56 se ha obtenido de la siguiente forma:

$$P_8 = \frac{0,5 (1.146,3 + 62,40) + 0,5 (1.198,40 + 62,40)}{(1 + 0,0769)} = 1.146,56$$

El resultado final obtenido, 1.146,56 \$, es el valor del bono ex cupón en la fecha actual en la que se realiza el cálculo. Ahora se incorporará la opción de rescate anticipado. El momento en el que pueda ser rescatado, se tendrá que escoger el menor entre el valor de rescate y el valor teórico del bono ordinario. Teniendo esta información en cuenta, el resultado final será:

Figura 5. Proceso de difusión del precio del bono aplicando la opción de rescate

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.163,14	1.049,83	935,07	806,18	669,81	578,47	530,81	526,85	624,65	746,61	1.200,00
	1.267,96	1.182,48	1.092,77	993,43	902,01	835,29	804,29	846,80	925,33	1.200,00
		1.325,12	1.265,21	1.206,10	1.144,31	1.082,64	1.031,67	1.024,33	1.058,99	1.200,00
			1.340,32	1.293,15	1.247,71	1.220,00	1.184,71	1.146,56	1.146,30	1.200,00
				1.320,48	1.266,26	1.220,00	1.276,25	1.222,85	1.198,40	1.200,00
					1.274,95	1.220,00	1.327,57	1.267,71	1.227,82	1.200,00
						1.220,00	1.355,41	1.293,20	1.243,93	1.200,00
							1.370,29	1.307,42	1.252,59	1.200,00
								1.315,27	1.257,21	1.200,00
									1.259,66	1.200,00
										1.200,00

Fuente: Elaboración propia.

138

Como se puede observar, en el sexto periodo, se rescata el bono en cuatro ocasiones debido a que el valor del rescate (1.220\$) es menor al resultado obtenido anteriormente (1.245,56\$, 1.340,49\$, 1.392,32\$ y 1.419,73\$). Por tanto, el valor del bono en esos casos pasará a ser de 1.220 dólares y se tendrá que realizar nuevamente el cálculo del árbol binomial para el quinto periodo utilizando la misma fórmula:

$$P_5 = \frac{0,5 (1.082,64 + 62,40) + 0,5 (1.220 + 62,40)}{(1,0607)} = 1.144,31$$

$$P_5 = \frac{0,5 (1.220 + 62,40) + 0,5 (1.220 + 62,40)}{(1,0278)} = 1.247,71$$

Figura 6. Antes y después de ejercer la opción de rescate anticipado en el sexto periodo

5	6	5	6
578,47	530,81	578,47	530,81
902,01	835,29	902,01	835,29
1.156,36	1.082,64	1.144,31	1.082,64
1.318,76	1.245,56	1.247,71	1.220,00
1.410,82	1.340,49	1.266,26	1.220,00
1.459,90	1.392,32	1.274,95	1.220,00
	1.419,73		1.220,00

Fuente: Elaboración propia.

Continuando los cálculos hasta llegar a la actualidad, el valor del bono rescatable es igual a 1.163,14 dólares. Por lo tanto, el valor de la opción de rescate es de 1.207,75 –



1.163,14 = 44,61 dólares. Si calculamos la tasa de rendimiento hasta el vencimiento del bono ordinario se obtiene:

$$1.207,75 = \sum_{j=1}^{10} \frac{62,4}{(1+r)^j} + \frac{1.200}{(1+r)^{10}}$$
$$r = 5,12\%$$

mientras que con el bono rescatable se obtiene:

$$1.163,14 = \sum_{j=1}^{10} \frac{62,4}{(1+r)^j} + \frac{1.200}{(1+r)^{10}}$$
$$r' = 5,61\%$$

El diferencial entre ambos es de 49 puntos básicos, que es, en términos de rentabilidad, el precio que tendrá que pagar el emisor para poder disponer de la opción de rescate anticipado. Los 49 pb representan la rentabilidad adicional que querrían obtener los tenedores de los bonos con opción de rescate anticipado. También es importante mencionar que la opción de rescate será mayor que una con volatilidad constante y, claro está, el rendimiento exigido aumentará.

139

El segundo componente de la emisión es la clase A-2. Es un FRN valorado en 80 millones de dólares, vence en julio de 2028 y cuenta con un nominal de 1.600 dólares. Los cupones se pagan trimestralmente todos los 31 de enero, 30 de abril, 31 de julio y 31 de octubre. El cupón se establece en esas fechas usando el SOFR-3 meses + 250 pb como referencia. En este ejercicio, se valorará el bono el 11 de marzo de 2024. El SOFR a 31 de enero de 2024 es de 5,32%, el 11 de marzo de 2024 es de 5,31%.

El cupón que se espera recibir el 30 de abril es $1.600 \times (0,0532 + 0,025) / 4 = 31,28$

El tiempo que ha transcurrido desde el 31 de enero ha sido de 40 días mientras que el trimestre tiene 91 días. Por lo tanto, el cupón corrido es $40/91 \times 31,28 = 13,75$. El tipo de interés nominal trimestral es $(0,0531 + 0,025) / 4 = 1,95\%$ por lo que el precio del bono será:

$$P_{cup} = P_{ex} + fQ_1 = \frac{1.600 + 31,28}{(1 + 0,0195)^{1 - \frac{40}{91}}} = 1.613,7$$

por lo que el precio cotizado será igual a $1.612,7 - 13,75 = 1.599,95$ dólares.

4.3.4 Ventajas y desventajas para los inversores

La música tiene un aspecto en común con el arte, ambos tienen inversores que han sido motivados por el valor emocional que representan los activos para ellos además de por

el valor monetario que puedan obtener de él, dedican su dinero a aquellos cantantes que han sido parte de una etapa importante de sus vidas.

El inversor debe conocer con detalle varios factores a la hora de incursionarse en este tipo de inversión alternativa. Destacan cuatro riesgos principales: popularidad, iliquidez, investigación y regulación (Young et al., 2023). La popularidad de un artista es un aspecto bastante volátil que se verá afectado por las tendencias presentes en la actualidad y no se ha conseguido establecer ningún patrón que pueda predecirlo. Existen numerosos ejemplos de artistas que han lanzado una canción que ha alcanzado un éxito tremendo y ha sido incapaz de mantener dicha popularidad en sus siguientes canciones (también conocido como one-hit wonder) o artistas que han surgido de noche a la mañana porque han sido capaces de adaptarse a las tendencias y han adaptado su contenido a lo que demanda el público. Resulta complicado mantenerse relevante y a la moda en una industria que fluctúa imprevisiblemente. Esta es una de las razones por la que Queen se ha convertido en uno de los catálogos vendidos más caros, su música no ha perdido popularidad con el paso del tiempo y han creado canciones que se han convertido en himnos para ciertos acontecimientos.

140

La iliquidez sigue presente en este tipo de activos. Es un mercado con una trayectoria centrada en inversores institucionales y que está empezando a abrirse a mayor público pero a la que, de momento, solo pueden acceder inversores profesionales. Un ejemplo de ello es la plataforma de inversión Royalty Exchange que busca que coticen las canciones. Se obtiene un fragmento de la canción a cambio de recibir un royalty (equivalente al dividendo que obtendrías si invirtieras en acciones).

Es necesario un conocimiento amplio sobre el sector. Previamente se ha hecho una breve introducción de los tipos de derechos que se han estado negociando en las ventas más populares pero, obviamente, los detalles tienen una mayor amplitud y profundidad, se debe recurrir a expertos en la negociación. Uno de los reportes con mayor popularidad en el sector musical es el publicado por Goldman Sachs llamado “Music in the Air” donde se exponen aspectos clave de la industria y futuras tendencias acompañadas de predicciones de beneficios en los próximos años. Su importancia en el sector es relevante y, como es de esperar, requiere un grupo de personas que los elabora acompañado de un importante desembolso de dinero. De momento, no es algo que pueda hacer un inversor de manera individual.

En cuanto a las ventajas que supone este tipo de activo financiero para el emisor se encuentra la protección en caso de quiebra por parte del patrocinador de la emisión. Al existir una SPV de por medio, la emisión se distancia y no se verá afectada, los activos presentes en la SPV no estarán a disposición de los acreedores del patrocinador por lo que los inversores obtienen una capa adicional de protección. En algunos casos se incorpora un exceso en el diferencial (el activo subyacente ofrece una rentabilidad



superior a la emisión de ABS) y se destina a los inversores aunque, en caso de que se desencadenen escenarios de impago o no se cumplan ratios, ese exceso se destinará o al tramo senior o a adquirir colateral adicional incluso, si persiste el problema, los intereses de tramos más junior se destinarán a cubrir las necesidades del senior.

Otros niveles de mejora crediticia (credit enhancement) son:

- La sobrecolateralización que, como se mencionó en apartados anteriores, busca asegurar su liquidez en caso de que sea necesario. Por ejemplo, por cada 100 dólares que respalden la emisión, 70 serán emitidos por la SPV, la diferencia es la sobrecolateralización.
- La cuenta de reserva de intereses está destinada para cubrir entre los primeros seis meses y el primer año de la emisión.
- El exceso de flujo de caja se consigue aplicando una tasa de descuento superior a la suma de la tasa de interés y las comisiones procedentes de la emisión.
- Barrido de caja (cash sweep) en función del nivel del ratio LTV. El colateral se revaloriza (de forma anual o según indique el folleto de emisión) por lo que es importante mantener el LTV a lo largo de la emisión. En el momento de la emisión del ejercicio anterior, con un catálogo valorado en 550 millones de dólares y una emisión de 350 millones, el LTV era de 63,64%.

141

Con estos términos se busca reducir la exposición del inversor en caso de la existencia de escenarios de pérdidas o impagos previstos y pueda ser compensado. De esta forma, se reduce parte del riesgo al que se expone. Entre los riesgos también se encuentra la existencia de divisas. No todos los royalties provienen del mismo país donde se realiza la emisión, aunque es cierto que es probable que un porcentaje elevado sea en dólares estadounidenses, no hay que eliminar la existencia de royalties pagados en libras o dólares canadienses, por ejemplo (Walsh et al., 2023).

Se deberían presenciar canciones con cierta importancia en cada uno de los tramos y así diversificar el riesgo que pueda atenerse a la emisión al igual que conocer la frecuencia de pagos de los royalties ya que pueden existir canciones que paguen de manera trimestral, semestral o anual, dependiendo de los términos establecidos. Se debe considerar su liquidez, diversidad y capacidad de acceder a la información necesaria, en especial la histórica para poder desarrollar las pruebas de estrés, del activo subyacente. Aunque es necesario recalcar que, de acuerdo con (Christman, 2024a), los activos musicales se negocian de acuerdo con su desempeño en los últimos tres años y, cuando los inversores estudian los catálogos musicales, se busca eliminar acontecimientos excepcionales como el lanzamiento de un nuevo recopilatorio o lanzamiento de una película, descartando las ventas y streaming derivados.

Se busca incorporar canciones que cuenten con un historial de éxito demostrable a lo largo de los últimos años, cuánto más antigua la canción, mayor reconocimiento podrá haber obtenido a lo largo del tiempo. Esta diversificación busca proteger ante casos de

impagos de ciertos pagadores. La presencia de diferentes tramos, siendo el senior más importante que el junior, conduce al establecimiento de prioridad de pago, conocido como waterfall structure o estructura de cascada, donde el tramo senior será el primero en atenderse y, si es necesario, “sacrificar” al junior para cumplir con los pagos a los inversores.

Pero el emisor debe tener en cuenta varios aspectos antes de decidir invertir en este tipo de productos estructurados. Aunque es cierto que los ABS cuentan con informes elaborados por terceros, no tienen similitudes con los informes trimestrales tradicionales divulgados por los emisores corporativos tradicionales. La existencia de un entorno regulatorio volátil crea incertidumbre, la volatilidad en los precios y la pérdida de calificación crediticia vividos en la crisis financiera aún repercute en algunos inversores. Se trata de un producto complejo a nivel documental y estructural por lo que requieren recursos especializados para analizarlos (Walsh et al., 2023).

5. CONCLUSIONES

142

David Bowie fue el precursor de la emisión de bonos respaldados por las ganancias producidas por sus canciones y actualmente también se está aplicando la misma fórmula pero es importante hacer una aclaración, Bowie emitió bonos, se trataba de una clásica operación de renta fija. En la actualidad han surgido alternativas para rentabilizar los flujos de caja generados por los royalties. Bowie introdujo, junto a David Pullman, un bono auto liquidativo que fue liquidado en 2007, actualmente cotizan bonos ABS respaldados por una cantidad de catálogos musicales. Se dividen en tramos donde, cada uno de los tramos, contiene un conjunto de catálogos distintos. Hay tramos con cupón variable, tramos que empezarán a pagar intereses una vez completen los pagos necesarios para cumplir con los límites establecidos en el folleto de emisión. También se observa plataformas donde los royalties cotizan como si fueran acciones, selecciona los royalties generados por un catálogo musical en específico y lo dividen en parte alícuotas.

Pero este tipo de bonos no se limita al ámbito musical, se ha presenciado a lo largo de las últimas décadas bonos respaldados por películas estrenadas y por estrenar, bonos respaldados por préstamos concedidos a terceros y que están siendo respaldados por obras de arte, bonos respaldados por el desempeño de cadenas de comida rápida, bonos respaldados por series de televisión y reality shows. Han surgido diversas fuentes de ingresos que han sido utilizadas para este tipo de operaciones como es el caso de Guy Hands que utilizó los flujos de caja generados por pubs y gasolineras para respaldar titulizaciones.



Si se tuviera que hacer hincapié en un sector en específico sería el musical. Desde que comenzó la tendencia de adquirir catálogos musicales por parte de inversores institucionales y fondos especializados en este tipo de activos, las cantidades rara vez han sido inferiores a cien millones de dólares. Hubo inversores que llegaron a considerar este activo como “más seguro que el oro”. Michael Jackson, Queen, Bob Dylan, Shakira, Justin Bieber pertenecían a una larga listas de artistas que optaron por vender todos, o una gran parte, de sus derechos u álbumes para obtener el dinero por adelantado, cada uno con sus razones personales para proceder de esta manera. De hecho, resultaban más abundantes las publicaciones de nuevas compras por parte de algún inversor que las emisiones respaldadas por estos activos subyacentes.

Los inversores han creado instrumentos financieros para obtener rentabilidades derivadas de la propiedad intelectual buscando depender de los servicios de streaming y su uso en publicidad o películas en afán de ampliar la cantidad de oyentes pero se han presenciado varios fondos que no han sido capaces de explotar los activos e incluso inversores institucionales que tienen en su poder catálogos musicales que compraron con la idea de explotarlos ellos mismos pero vieron que no era algo factible. Existen casos en los que se han desecho de esos catálogos con pérdidas y han decidido invertir en fondos especializados que, en teoría, saben cómo administrar estos activos. La realidad es que lo fondos más grandes se han vendido a terceros por ser incapaces de gestionarlos. Es probable que la nueva forma de obtener rentabilidad por parte de los inversores sea a través de los conciertos. Se están presenciando movimientos por parte de fondos de inversión que buscan adquirir las principales empresas detrás de la venta de entradas a conciertos y otros que ven un negocio rentable aprovechar el fanatismo para ofrecer nuevas formas de interacción con sus artistas preferidos (Lindeberg, 2024).

143

El sector musical puede ofrecer importantes rentabilidades, razón por la que se siguen buscando alternativas para aprovecharlas, lo importante es realizar la compra adecuada, adquirir los derechos adecuados (como se explicó anteriormente, no todos ofrecen lo mismo). En la creación, producción y distribución de una sola canción participan una gran cantidad de intermediarios, cada derechos lo dirige una empresa o incluso varias, cada artista, e incluso cada álbum o canción, requiere un amplio estudio para conocer con la certeza necesaria como se podrá obtener rentabilidad de este. Es probable que el propio creador de la canción (aunque, en realidad, participan varias partes en crear una canción) sea el que menos poder de negociación tenga y todo dependa de las discusiones con las discográficas, productoras y distribuidoras. La negociación implica un conocimiento amplio que ni siquiera Black Rock o KKR poseen.

Por otro lado se encuentra la introducción del mundo del arte dentro de las titulizaciones. Sotheby's ha optado por transmitir un control casi absoluto de todas las partes involucradas, demostrar su capacidad a la hora de lidiar con este tipo de instrumento financiero y asegurar la transparencia en los activos usados como colateral. Esta emisión está en mayor consonancia con los requerimientos expuestos por la Unión

Europea en cuanto a la regulación a la que se exponen la titulizaciones (European Commission, 2022) en comparación a las diferentes emisiones expuestas en este trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, J. F., & SMITH, D. J. (2019). *Fixed Income Analysis*. In CFA Institute (Fourth Edition). John Wiley & Sons, Inc. <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/introduction-asset-backed-securities> [Consulta: 12-09-2024].

AMBROSE, T. (2023, October 26). *Hipgnosis investors vote against UK-listed song royalties group continuing*. The Guardian. [Consulta: 09-07-2024].

ARROYO, C., & WILLIAMS, C. E. (2023, March 2). *Sotheby's Pitches First of Its Kind Offer Secured by Art Collections of the Wealthy*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-02/sotheby-s-pitches-bond-secured-by-art-collections-of-the-wealthy> [Consulta: 26-03-2024].

ASSET SECURITIZATION REPORT. (2014, August 6). *Miramax Preps \$275M Film Securitization*. Asset Securitization Report. <https://asreport.americanbanker.com/news/miramax-preps-275m-film-securitization> [Consulta: 07-04-2024].

BANCO DE ESPAÑA (2005). *Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones*. Banco de España. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/1597/1/art4.pdf>

BOTHA, F. (2023, April 3). *Should Music Royalties Be Striking A Chord With Family Office Investors?* Forbes. <https://www.forbes.com/sites/francoisbotha/2023/04/03/should-music-royalties-be-striking-a-chord-with-family-office-investors/?sh=1818415073c9> [Consulta: 08-07-2024].

BROWN, W. (2021). *Bowie On Stage*. David Bowie Eternal Blackstar. <https://eternalblackstar.com/stage.html> [Consulta: 02-01-2024].

CATARINEU, E., & PÉREZ, D. (2008). *La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial*. Revista de Estabilidad Financiera. Número 14. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/estabilidad-financiera-politica-macropudencial/revista-estabilidad-financiera/revista-estabilidad-financiera--numero-14--mayo-2008.html> [Consulta: 27-12-2023].

CFI. (2017). *Celebrity Bond*. CFI Education. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/celebrity-bond/> [Consulta: 15-02-2024].



- CHALK, E. (2016). *The man who sold the world - bowie, bonds and IP securitization*. Global Financial Markets Insight, 9, 27–28. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=28340ac3-05fc-4e65-8f26-d04c0eff0e26> [Consulta: 04-04-2024].
- CHRISTMAN, E. (2024a, February 6). *Queen Is Finally Close to Selling Its Catalog*. Billboard. <https://www.billboard.com/business/business-news/queen-catalog-sale-close-price-worth-1235600412/> [Consulta: 15-02-2024].
- CHRISTMAN, E. (2024b, February 9). *Sony Music Buys Stake in Michael Jackson Catalog, Valuing Rights at Over \$1.2B*. Billboard. <https://www.billboard.com/business/business-news/michael-jackson-estate-sells-music-rights> [Consulta: 04-07-2024].
- CHRISTMAN, E. (2016). *The Whole Story Behind David Bowie's \$55 Million Wall Street Trailblaze*. Billboard. <https://www.billboard.com/music/music-news/david-bowies-bowie-bonds-55-million-wall-street-prudential-6843009/> [Consulta: 16-02-2024].
- CITIGROUP INC. (2009). *Corporate Bond Offerings*. In Citigroup Inc. https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/rankia/blog/fernand2/bonos_USA.pdf [Consulta: 05-04-2024].
- CÓRDOBA, A. (2021, December 5). *La astronómica cifra que gana Mariah Carey por "All I Want For Christmas Is You" cada año*. *Diario AS*. https://as.com/tikitakas/2021/12/05/portada/1638689010_900340.html [Consulta: 08-04-2024].
- DAMRON, J. K., & LABBADIA, J. L. (1999). *DCR Comments on Music Royalty Securitizations*. <https://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/music.pdf> [Consulta: 07-04-2024].
- EUROPEAN COMMISSION (2022, October 10) *REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL On the functioning of the Securitisation Regulation* [EUR-Lex - 52022DC0517 - EN - EUR-Lex](https://eur-lex.europa.eu/eur-lex.do?uri=CELEX:52022DC0517:EN:HTML) [Consulta: 07-11-2024].
- FILDES, N. (2021, January 21). *Hipgnosis issues new shares to fuel music rights buying spree*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/5e24ffd6-680b-4c9c-9db2-942690ea219b> [Consulta: 01-07-2024].
- FITCH RATINGS, INC. (2021). *Fitch Affirms Walt Disney's IDR at "A-"; Outlook Revised to Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-walt-disney-idr-at-a-outlook-revised-to-stable-28-04-2021/dodd-frank-disclosure> [Consulta: 05-04-2024].
- FITZPATRICK, E. T., SABLE, J. R., SZILANK, I., & PLUMB, C. J. (2021). *DB Master Finance LLC (Series 2021-1)*.

https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/12144838.pdf
[Consulta: 10-04-2024].

FRANK, R. (2021, February 25). *The wealthy are borrowing billions against their art collections and lenders are reselling the debt.* CNBC. <https://www.cnbc.com/2021/02/25/the-wealthy-are-borrowing-billions-against-their-art-collections-.html> [Consulta: 23-03-2024].

FRATER, P. (2023, January 6). *Global Box Office Notched 27 Gain in 2022 to Hit 26 Billion Total, Research Shows.* IMDb. <https://www.imdb.com/news/ni63899899/> [Consulta: 03-04-2024].

GOPINATH, S., & BERTHELOT, B. (2024, April 29). *Blackstone Offers \$1.57 Billion in Hipgnosis Bidding War.* Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-29/blackstone-makes-fresh-offer-in-hipgnosis-bidding-war> [Consulta: 09-07 -2024].

HITS DAILY DOUBLE. (2024). *Queen of diamonds.* HITS Daily Double. https://hitsdailydouble.com/near-truths_item&id=341660&title=NEAR-TRUTHS%3A-QUEEN-OF-DIAMONDS [Consulta: 04-07-2024].

HOGAN, M. (2016, January 12). *Behind David Bowie's Pioneering Internet Service BowieNet, Where the 'Sailor' Was Known to Roam.* Billboard. <https://www.billboard.com/pro/bowienet-david-bowie-pioneering-online-fan-club-isp/> [Consulta: 15-02-2024].

IFPI. (2022, March 21). *IFPI issues annual Global Music Report.* International Federation of the Phonographic Industry. <https://www.ifpi.org/ifpi-global-music-report-global-recorded-music-revenues-grew-9-in-2022/#:~:text=Figures%20released%20today%20in%20IFPI's,2022%20were%20US%2426.2%20billion.> [Consulta: 25-03-2024].

INGHAM, T. (2020, December 4). *Hipgnosis Songs Fund is now worth \$1.7 bn and is on course to generate \$120M-plus this year.* Music Business Worldwide. <https://www.musicbusinessworldwide.com/hipgnosis-songs-fund-is-now-worth-1-7bn-and-on-course-to-generate-more-than-120m-in-net-revenue-annually/> [Consulta: 01-07-2024].

INGHAM, T. (2021, January 13). *Music Catalogs Are Selling for Serious Cash. Now Wall Street Wants In.* Rolling Stone. <https://www.rollingstone.com/pro/features/music-catalogs-are-selling-for-serious-cash-now-wall-street-wants-in-on-it-1113766/> [Consulta: 01-07-2024].

INGHAM, T., & WANG, A. X. (2021, January 15). *Why Superstar Artists Are Clamoring to Sell Their Music Rights.* Rolling Stone. <https://www.rollingstone.com/pro/features/famous-musicians-selling-catalog-music-rights-1114580/> [Consulta: 04-06-2024].



- INTELLECTUAL PROPERTY OFFICE. (2024, March 31). *Guidance Artist's Resale Right*. Gov.UK. [Consulta: 04-04-2024].
- JOBST, A. (2008). *What Is Securitization?* Finance & Development, 48–49. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf> [Consulta: 27-12-2023].
- KALLERGIS ROWLAND, K. (2024). *Private Markets: 4 steps to help you optimize your allocation to alternatives*. J.P. Morgan Private Bank. <https://privatebank.jpmorgan.com/nam/en/insights/markets-and-investing/private-markets-4-steps-to-help-you-optimize-your-allocation-to-alternatives> [Consulta: 10-07-2024].
- KESLAR, L. (1992, October 12). *Disney's world of finance*. Variety. <https://variety.com/1992/biz/news/disney-s-world-of-finance-101104/> [Consulta: 15-02-2024].
- KRETSCHMER, M., GEORGE MICHAEL, K., & WALLIS, R. (1999). *MUSIC IN ELECTRONIC MARKETS: AN EMPIRICAL STUDY*. https://eprints.bournemouth.ac.uk/1265/1/Kretschmer_Output_2.pdf [Consulta: 07-06-2024].
- LANG, B. (2014, August 21). *Miramax Closes \$250 Million Securitization*. Variety. <https://variety.com/2014/film/news/miramax-closes-250-million-securitization-1201287542/> [Consulta: 23-03-2024].
- LINDEBERG, R. (2024, August 23). *Private Equity Tycoon Looks to ABBA Toolbox to Reboot the Music Industry*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/features/2024-08-23/eqt-founder-conni-jonsson-looks-to-abba-toolbox-to-reboot-the-music-industry> [Consulta: 29-08-2024].
- MAJEWSKI, G. (2024, April 24). *How to Copyright a Song – The Complete Music Copyright Guide*. DIY Musician. <https://diymusician.cdbaby.com/music-rights/copyright-for-musicians/> [Consulta: 04-07-2024].
- MARSH, A. (2016, January 11). *Bowie: The Man Who Sold Royalties and Brought Music to Bonds*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-11/bowie-bonds-drove-changes-in-markets-leading-to-esoteric-finance> [Consulta: 27-03-2024].
- MCANDREW, C. (2024). *THE ART BASEL & UBS ART MARKET REPORT 2024*. UBS. <https://theartmarket.artbasel.com/> [Consulta: 24-03-2024].
- MCCRUM, D. (2016, January 11). *A short history of the Bowie Bond*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/6b4839dd-0539-34c4-bb1d-0edf95255d72> [Consulta: 30-03-2024].
- MCKEOWN, M., & DURANT, C. (2023, October 16). *Want to invest in music royalties? Here's what you need to know* [Broadcast]. Yahoo Finance.

https://www.youtube.com/watch?v=PQGsCpN3baY&ab_channel=YahooFinance
[Consulta: 07-07-2024].

MOODY'S. (2002, October 22). *Moody's rates Dreamworks' Film Securitization Facility Aaa.* Moody's Investors Service, Inc. https://www.moody's.com/research/MOODYS-RATES-DREAMWORKS-FILM-SECURITIZATION-FACILITY-Aaa-Rating-Action--PR_60741#Related-Entities
[Consulta: 02-08-2024].

MOODY'S. (2005, September 6). *Moody's rates Marvel's Film Securitization Facility Aaa.* Moody's Investors Service, Inc. https://www.moody's.com/research/MOODYS-RATES-MARVELS-FILM-SECURITIZATION-FACILITY-Aaa-Rating-Action--PR_101521#Events
[Consulta: 03-08-2024].

MOODY'S. (2021). *Miramax - Film Library Securitization.* Moody's Investors Service, Inc. <https://www.moody's.com/credit-ratings/Miramax-Film-Library-Securitization-credit-rating-722638833/ratings/view-by-tranche> [Consulta: 01-08-2024].

MOORE, P. (2000). Film deal shows value of over-collateralisation. *Financial News*. <https://www.fnlondon.com/articles/film-deal-shows-value-of-over-collateralisation-20000410> [Consulta: 07-04-2024].

NAM, D.-S., REPH, M., & MCCORMICK, P. (2024, April 23). *Sotheby's ArtFi Master Trust, Series 2024-1: Rating Report.* Morningstar DBRS. [Consulta: 10-07-2024].

NEWSTEAD, A. (2024, April 11). *Kiss, Springsteen, Katy Perry: Why music's biggest names are selling their catalogues.* ABC News. <https://www.abc.net.au/news/2024-04-12/bob-dylan-katy-perry-why-musicians-are-selling-their-catalogues/103696602> [Consulta: 06-07-2024].

NICOLA, CETORELLI, STAVROS, & PERISTIANI. (2012). *The Role of Banks in Asset Securitization.* Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/12v18n2/1207peri.pdf> [Consulta: 23-03-2024].

NICOLAOU, A. (2022). *Brookfield buys Whitney Houston hits with music royalty investment.* Financial Times. <https://www.ft.com/content/ab652113-ccbc-47cc-81d6-508c3ce8e092> [Consulta: 01-07-2024].

NICOLAOU, A., & WIGGINS, K. (2022, September 13). *How Wall Street stormed the music business.* Financial Times. <https://www.ft.com/content/e879f856-3ec3-4bd7-b564-ada5b590e3ef> [Consulta: 02 -07-2024].

PEOPLES, G. (2022, June 23). *Vinyl Prices Might Seem High Today, But They Were Worse in 1978.* Billboard. <https://www.billboard.com/pro/vinyl-prices-inflation-1978/> [Consulta: 30-06-2024].



- PICINATI DI TORCELLO, A., & PETTERSON, A. (2023). *Deloitte Private and ArtTactic - Art & Finance Report*. In Deloitte Private and ArtTactic. <https://www.deloitte.com/lu/en/services/financial-advisory/research/art-finance-report.html> [Consulta: 25-03-2024].
- POWELL, J. (2021). *Stifel is worried that Hipgnosis Songs Fund is slipping out of tune*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/30051971-9b61-4b2b-ba9e-64a2c0df0378> [Consulta: 09-07-2024].
- ROBINSON, K. (2011, July 29). 'Shrek' Score Royalty Rights Sell for \$2.2 Million. Billboard. <https://www.billboard.com/pro/shrek-score-royalties-sold-north-star-media/> [Consulta: 08-07-2024].
- SISARIO, B. (2020, December 18). *This Man Is Betting \$1.7 Billion on the Rights to Your Favorite Songs*. The New York Times. <https://www.nytimes.com/2020/12/18/arts/music/merck-mercuriadis-hipgnosis.html> [Consulta: 01-07-2024].
- SLOAN, A. (1993). UNLIKE UNCLE SAM, DISNEY SEES NOTHING GOOFY IN LONG-TERM BONDS. The Washington Post. <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1993/07/27/unlike-uncle-sam-disney-sees-nothing-goofy-in-long-term-bonds/16f7603e-97ac-4a8e-ba10-098f0673bf6d/> [Consulta: 05-04-2024].
- SOLÉ, V. (2021, December 7). *Las canciones que los hicieron de oro: los cinco éxitos navideños más rentables*. Forbes España. <https://forbes.es/lifestyle/84270/las-canciones-que-los-hicieron-de-oro-los-cinco-exitos-navidenos-mas-rentables/> [Consulta: 15-02-2024].
- TEMPKIN, A. (2011, November 4). *Miramax revives movie-backed securitization*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/idUSTRE7A35X1/> [Consulta: 08-04-2024]. [Consulta: 23-03-2024].
- THE ASSOCIATED PRESS. (1994, February 17). *COMPANY NEWS; DISNEY TO OFFER \$400 MILLION IN BONDS TIED TO FILMS*. The New York Times. <https://www.nytimes.com/1994/02/17/business/company-news-disney-to-offer-400-million-in-bonds-tied-to-films.html> [Consulta: 15-02-2024].
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2017). *Visual Guide #1: How Royalties Work*. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1709847/000147793217004993/royalty_ex13.htm [Consulta: 23-03-2024].
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2023). *FORM 8-K The Walt Disney Company*. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1744489/000119312523164950/d444039d8k.htm> [Consulta: 05-04-2024].

- WALSH, A. B., NARAYANAN, K. R., & GIRALDO, M. (2023). *The ABCs of Asset-Backed Securities*. <https://www.guggenheiminvestments.com/perspectives/portfolio-strategy/asset-backed-securities-abs> [Consulta: 26-03-2024].
- WALTHER, U. (2024, October) European securitisation market – ready for a comeback? SUERF The European Money and Finance Forum. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/european-securitisation-market-ready-for-a-comeback/> [Consulta: 07-11-2024].
- WEILAMANN, C., O'CONNELL, C., & TILLWITZ, K. (2010, August 18). *DBRS Rates Village Roadshow Films (BVI) Limited*. Morningstar DBRS. <https://dbrs.morningstar.com/research/234485/dbrs-rates-village-roadshow-films-bvi-limited> [Consulta: 02-08-2024].
- YOUNG, G., MARSHALL, K., & ABRAHAM, L. (2023, October 16). *Investing in music royalties as a way to boost your portfolio* [Broadcast]. Yahoo Finance. https://www.youtube.com/watch?v=uftUd1rDtlc&ab_channel=YahooFinance [Consulta: 07-07-2024].

REFERENCIAS

¹ Sobre la estructura y valoración de los CLO véase Mascareñas (2020): “Productos Financieros Estructurados”. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas 31. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312048

² Es muy posible que la primera titulización realizada en España fuese la del Fondo de Titulización de Activos Resultantes de la Moratoria Nuclear valorada en 715 mil millones de pesetas (4.290 millones de euros de la época), que tuvo lugar a finales de abril de 1996.

³ Los *royalties* son pagos realizados a cambio de recibir una licencia de uso u otro derecho sobre un determinado producto o servicio. También son conocidas como regalías. El pago se establece mediante contrato donde figura el tipo de *royalties* (fijos o variables) y el cálculo utilizado para fijar dicha cuantía. Fuente: [Royalties o Regalías: qué son y cuándo se utilizan \(conceptosjuridicos.com\)](https://conceptosjuridicos.com/royalties-o-regalias-que-son-y-cuando-se-utilizan/)

⁴ La popularidad de este tipo de activos ha dado pie a bonos de titulizaciones con nomenclatura propia como CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) o RMBS (Residencial Mortgage-Backed Securities).

⁵ Si se tituliza un bono de ABS se denomina “CDO de ABS” y si el activo subyacente es otro CDO se conoce como CDO-squared.

⁶ Es decir, calificados como No-inversión por cualquiera de las principales agencias de calificación crediticia.

⁷ Sobre la estructura y valoración de los CDO y CLO véase Mascareñas (2020): “Productos Financieros Estructurados”. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas 31. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312048

⁸ Un ISP (Internet Service Provider) es una empresa que proporciona acceso a Internet. Los ISP pueden proporcionarlo a través de medios como conexiones telefónicas, por cable, inalámbricas y de fibra óptica,



entre otros. Fuente: [What is an Internet Service Provider \(ISP\)? Definition & Meaning Explained \(verizon.com\)](https://www.verizon.com/what-is-an-internet-service-provider-isp-definition-meaning-explained/)

⁹ Bowie buscaba ofrecer una acceso backstage virtual. Esto dio lugar a la creación de una canción llamada “What’s Really Happening?” escrita por Alex Grant, un fan ganador de un concurso donde participaron 80.000 personas para coescribir la letra de una futura canción, que terminó siendo incluida en el álbum ‘Hours...’. Los fans pudieron ver como se grababa esta canción en directo. Es conocida como la primera canción digital del mundo.

¹⁰ Bonos de alto rendimiento (high yield bonds) más conocidos como bonos basura (junk bonds), están calificados como “no inversión” por las agencias de calificación de riesgos. En el caso de Moody's, se consideran bonos basura a aquellos con una calificación inferior a Baa3 y de BBB- por parte de Standard & Poor's.

¹¹ Evidentemente, estas cifras hoy en día no son iguales. Un álbum que costaba 7£ en 1979 ahora tendría un precio de 33£ mientras que un single de 2£ equivaldría a 9,43£ a febrero de 2024. El precio de un Walkman se situaría en 546£ actuales. Fuente: [Bank of England](https://www.bankofengland.org/monetary-policy/monetary-policy-report/monetary-policy-report-2024-02)

¹² En 2020, la violonchelista, Zoë Keating, comentó a *Business Insider* que desde enero a septiembre de 2021 recibió \$0,012 por cada reproducción en *Apple Music* y \$0,003 en *Spotify*. En total ganó \$6.800 en *Spotify* y \$5.800 en *Apple Music*. Fuente: [How Apple Music and Spotify Pay Music Artists Streaming Royalties \(businessinsider.com\)](https://www.businessinsider.com/spotify-apple-music-streaming-royalties)

151

¹³ Bono emitido en una divisa distinta a la del país en el que se emite (por ejemplo, bono emitido en yenes en Estados Unidos)

¹⁴ Incluía un grupo de películas de James Bond, cuyos derechos poseía, por eso se denominó a la emisión “Bond bonds”. Fuente: [Intellectual property securitisation – Vinod Kothari Consultants](https://www.vinodkothari.com/intellectual-property-securitisation/)

¹⁵ CUSIP: 604668AA1, ISIN: USU60443AA34

¹⁶ CUSIP: 604668AB9, ISIN: US604668AB90

¹⁷ Eran un tipo de aseguradoras que recibía una cuota por parte de la empresa que iba a realizar una emisión a cambio de que la aseguradora ayudara a dicha empresa a obtener una mejor calificación. Fuente: [El Economista](https://www.elEconomista.com).

¹⁸ Las dos principales son Sotheby's y Christie's, un duopolio, seguidas por Phillips, Bonhams y Heritage Auctions.

¹⁹ *Ultra-high-net-worth individuals*

²⁰ Es la primera transacción 144a de *Sotheby's*. De acuerdo con *Investopedia*, la Regla 144A modifica las restricciones para la compra y venta de valores colocados de forma privada entre compradores institucionales calificados sin necesidad de registros en la SEC. Según la norma, los inversores institucionales sofisticados no necesitan tanta información y protección como los inversores individuales. Fuente: [Rule 144A: Definition, What It Allows, and Criticism \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/rule-144a-definition-what-it-allows-and-criticism/)

²¹ A 31 de diciembre de 2023, SFS poseía una cartera de préstamos de aproximadamente 1,6 mil millones de dólares y generado más de 10 mil millones de dólares en préstamos respaldados por arte y anticipos a los consignadores. Fuente: [Morningstar DBRS](https://www.morningstar.com/DBRS)

²² El *loan-to-value ratio* (LTV) mide el porcentaje entre la cantidad del préstamo y el valor del activo usado como garantía. Los préstamos proporcionados tienen un LTV del 50%, o incluso menos,

proporcionando un colchón importante en caso de incumplimiento del pago de la deuda. El caso más famoso fue el préstamo a Jho Low (empresario que terminó siendo un fugitivo) por 100 millones de dólares que se compensó con las obras que Sotheby's tenía como garantía. Fuente: [CNBC](#)

²³ La popularidad de Queen es innegable y es la razón por la que, a fecha en la que se ha escrito este trabajo, ha sido la operación más cara de este estilo. Según [Forbes](#), canciones como “*We Will Rock You*”, “*Don't Stop Me Now*” y “*Another One Bites the Dust*” continúan apareciendo en las listas musicales en el mes de mayo de 2024. Incluso la más que icónica canción de David Bowie y Queen “*Under Pressure*” está siendo utilizado en la [última campaña de Adidas](#) a nivel mundial. Series de televisión, como [Good Omens de Amazon Prime Video](#) reproducen sus canciones a lo largo de las temporadas.

²⁴ Debido a esto, Taylor Swift volvió a regrabar todas sus canciones y obtuvieron una popularidad más grande que los originales. Como consecuencia, grandes discográficas han empezado a introducir nuevas cláusulas prohibiendo la regrabación de las canciones por un periodo determinado, que puede llegar hasta los 30 años. Fuente: [Why are some musicians selling their catalogs while others are buying them back? \(wipo.int\)](#)

²⁵ Aunque también existen casos de artistas, como Dua Lipa, que deciden comprar sus propios derechos musicales de sus antiguas productoras. Fuente: [Dua Lipa on Buying Back Publishing Rights, Wanting to Be in Control \(billboard.com\)](#)

