

83. Investeren in muziekrechten; financieel interessant, maar ook juridisch houdbaar?

MR. J.A. RICHEL

Het is de laatste jaren een grote trend in de beleggingswereld: het investeren in de rechten op muziekcatalogi. Muziekgiganten, van David Bowie tot Bruce Springsteen, van Shakira tot Justin Bieber, hebben voor torenhoge bedragen hun muziekrechten verkocht. In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre Nederlandse muziekrechten zich, vanuit juridisch oogpunt, lenen voor investeringen door professionele investeerders.

Inleiding

Werd in 2019 wereldwijd voor 368 miljoen dollar aan muziekcatalogi-deals openbaar gemaakt, in 2021 bedroeg de waarde hiervan maar liefst 5,3 miljard dollar. Reden hiervoor is dat bekende liedjes die hun populariteit al hebben bewezen, de zogenoemde *evergreens*, gedurende lange tijd een betrouwbare inkomstenbron kunnen garanderen. Deze investeringen zijn door sommigen zelfs als betrouwbaarder bestempeld dan investeringen in olie of goud.¹ Niet alleen wereldwijd, maar ook in Nederland is deze nieuwe investeringstrend goed zichtbaar. Een voorbeeld hiervan is het in 2021 opgerichte Nederlandse beleggingsfonds Pythagoras dat specifiek gericht is op het investeren in de rechten op muziekcatalogi. Maar ook een gerenommeerd pensioenfonds als het ABP investeert al geruime tijd in de muziekindustrie. Hoewel de belangrijkste deals in de rechten op muziekcatalogi vaak betrekking hebben op de muziek van Amerikaanse en Britse artiesten, en dus voornamelijk onder het Angelsaksische intellectuele-eigendomsrecht vallen, zijn er ook tal van Nederlandse muziekcatalogi die interessante opbrengsten kunnen genereren voor investeerders.

In Nederland zijn de rechten die betrekking hebben op de bescherming van het literaire en artistieke eigendom, waaronder muziek, vastgelegd in de Auteurswet (hierna: **AW**) en de Wet op de naburige rechten (hierna: **WNR**). De AW richt zich op de rechten rondom voldoende originele (muziek-)werken zelf, terwijl de WNR zich onder andere richt op de uitvoering en opnames van deze (muziek-)werken.

Door de massale vraag naar het gebruik van muziekrechten door derden is het voor rechthebbenden zo goed als onmo-

gelijk om deze rechten zelf te beheren. Om dit probleem te ondervangen, kunnen rechthebbenden van muziekrechten zich aansluiten bij een collectieve beheersorganisatie (CBO). Deze organisatie neemt vervolgens de exploitatie van de muziekrechten op zich en keert de periodieke inkomsten die voortkomen uit de muziekrechten, ook wel royalty's, uit aan de rechthebbenden. Voor de exploitatie van muzikauteursrechten is dit de CBO BUMA/STEMRA, voor een groot deel van de naburige rechten is dit de CBO SENA. Vanwege het onderscheid tussen de muziekrechten die enerzijds geregeld zijn in de AW en anderzijds in de WNR, en de verschillende werkwijzen van de CBO's BUMA/STEMRA en SENA, vereist de juridische beoordeling voor wat betreft de investeringsmogelijkheden in deze rechten een afzonderlijke uitwerking. In dit artikel zal er daarom alleen aandacht worden besteed aan het investeren in muzikauteursrechten zoals geregeld in de AW, mede omdat de auteursrechten de grootste opbrengstenstroom genereren in de Nederlandse muziekindustrie.

Deze bijdrage richt zich niet op de waardering van de muziekcatalogi en de onzekerheden rondom de daadwerkelijk daaruit voortvloeiende inkomstenstroom, hetgeen uiteraard een cruciaal aspect is van het investeren in muziekrechten.² De nadruk ligt op de juridische aspecten van deze investeringen, zoals de juridische kwalificatie van de activa, de contractuele afspraken hieromtrent en de gevolgen van dit alles voor de zekerheid van deze investering. Daarbij wordt voor de uitwerking van dit vraagstuk uitgegaan van een situatie waarin een beleggingsinstelling voornemens is direct te investeren in muzikauteursrechten die worden beheerd door BUMA/STEMRA.

¹ Aldus Merck Mercuriadis, oprichter van 'Hipgnosis Songs Fund': 'Music is as good as gold or oil: meet the man spending billions on old hits', *The Guardian*, 8 augustus 2020.

² De verkoopprijs wordt over het algemeen vastgesteld op basis van de opbrengsten van de rechten in een bepaalde voorafgaande periode. Dit bedrag wordt vermenigvuldigd met een factor die gewoonlijk de 'multiple' wordt genoemd, om zo de verwachte opbrengsten in de toekomst te berekenen en daarmee de verkoopprijs te bepalen.

Ontwikkelingen in de muziekindustrie

De voornaamste oorzaak voor de explosieve toename in investeringen is de enorme groei aan royalty-omzet in de muziekindustrie sinds 2016. De oorzaak hiervan was onder meer de opkomst van streamingplatforms, zoals Spotify en Apple Music en het terugdringen van illegale downloads (piraterij). Een andere oorzaak van de groei in investeringen is dat er weinig correlatie blijkt te zijn tussen de muziekmarkt en internationale negatieve politieke en macro-economische ontwikkelingen; tijdens een economische recessie blijkt de vraag van de consument naar muziek te blijven bestaan waardoor de inkomsten niet of nauwelijks afnemen. Ook heeft de muziekindustrie de Covid-19-pandemie relatief goed doorstaan doordat het verdwijnen van inkomsten door de terugval in live optredens en festivals redelijk kon worden ondervangen met de stijgende inkomsten uit streaming. Niettemin worden er ook kanttekeningen geplaatst bij de 'hype' rondom muziekinvesteringen. Critici betogen dat de daadwerkelijke inkomsten en daarmee de waarde van de muziekcatalogi vaak niet goed worden ingeschat. Dit zou mogelijk leiden tot te hoge verkoopprijzen, hetgeen extra versterkt wordt door tegen elkaar opbiedende investeerders. Ook is het nog maar de vraag hoe interessant de investeringen blijven nu het rendement op de relatief veilige kapitaalmarkten weer is toegenomen en dit een aantrekkelijk alternatief kan zijn. Ondanks de mogelijke risico's lijken de vooruitzichten goed. Goldman Sachs voorspelde in zijn rapport uit mei 2024 dat de wereldwijde muziekmarkt een jaarlijkse groei zal kennen van 7,6%, hetgeen in 2030 zal leiden tot een totale omzet van 163,7 miljard dollar.³ Naast de toenemende financialisering van de muziekindustrie door grote, gerenommeerde fondsen zoals Blackstone en KKR, die al geruime tijd in de muziekindustrie investeren, en traditionele partijen zoals Universal, Sony en BMG, die hun marktaandeel vergroten, is de meest recente trend op de internationale muziekmarkt de securitisatie van muziekrechten. We zien momenteel dat partijen die muziekrechten hebben aangeschaft, de mogelijkheden onderzoeken om deze activa weer te gebruiken voor herfinancieringspraktijken.⁴

Muziekauteursrechten

Muziekauteursrechten kunnen als volgt gekwalificeerd worden. De in de AW opgenomen intellectuele-eigendomsrechten kwalificeren als vermogensrechten in de zin van art. 3:1 BW en vallen daarmee onder de regels van het burgerlijk recht. In beginsel heeft de auteur van het muziekwerk het exclusieve exploitatierecht. Dit recht ziet op de

'openbaarmaking' en 'verveelvoudiging' van het muziekwerk. Wanneer derden het muziekwerk willen exploiteren, bijvoorbeeld het laten afspelen op de radio, dan zullen zij hiervoor eerst toestemming nodig hebben van de auteur in de vorm van een licentie. De auteur kan op basis van zijn exclusieve eigendomsrechten een licentie geven aan derden om de muziekrechten te mogen exploiteren. Daarbij is de licentie verbintenisrechtelijk van aard en blijven de muziekrechten in eigendom van de auteur. De licentie bepaalt welke exploitatiehandelingen de licentienemer ten aanzien van het muziekwerk precies mag uitvoeren en voor hoe lang. Hiervoor dient normaliter een vergoeding (ook wel: royalty's) te worden betaald. Tenzij een licentie exclusief is, kan de rechthebbende aan meerdere partijen, verschillende soorten, licenties verstrekken en zo dus ook meerdere royaltystromen ontvangen.

Naast de exploitatie door middel van een licentie kan de auteur er ook voor kiezen om een deel of het geheel van de exclusieve exploitatierechten over te laten gaan naar het vermogen van een ander. Dit kan een overgang van rechtswege zijn, bijvoorbeeld door erfopvolging, maar dit kan ook door middel van een overdracht in de zin van art. 3:84 BW. Deze vorm is goederenrechtelijk van aard en de rechtverkrijgende verkrijgt vervolgens het exclusieve recht op de overgedragen rechten. In de praktijk wordt vaak een deel van de muziekauteursrechten door de auteur overgedragen aan een uitgever (*publisher*).⁵ Deze uitgever is een professionele onderneming die over het algemeen namens meerdere aangesloten auteurs de administratie en uitbating van de muziekauteursrechten verzorgt in ruil voor een deel van de rechten en dus de daaruit voortvloeiende royalty's.

De collectieve beheersorganisatie Buma/Stemra

Zoals eerder al vermeld is het door de massale vraag naar en complexiteit van exploitatie van muziekauteursrechten door derden zo goed als onmogelijk voor auteurs en zelfs hun uitgevers om deze rechten zelf te beheren. Denk aan het onderhandelen over licenties, het innen van royalty's en het optreden tegen inbreuken op de muziekauteursrechten. Om dit te kunnen ondervangen kunnen rechthebbenden van muziekauteursrechten zich door middel van een beheerovereenkomst als deelnemer aansluiten bij Buma/Stemra.⁶ Buma/Stemra neemt vervolgens de exploitatie van de muziekrechten op zich en keert de periodieke inkomsten die voortkomen uit de muziekrechten uit aan de rechthebbenden.⁷

Alleen auteurs, erfgenamen en uitgevers kunnen een beheerovereenkomst aangaan met Buma/Stemra. De beheerovereenkomst van Buma/Stemra is een wederkerigheidsover-

3 Goldman Sachs research, 'Music in the Air: Focus on monetisation, Emerging Markets and AI; updating global music industry forecasts', 1 mei 2024, p. 7.

4 De verbondenheid van de muziekindustrie met innovatieve financieringspraktijken is allesbehalve nieuw. Al in 1997 securitiseerde David Bowie zijn royaltyrechten voor 55 miljoen dollar, met de zogenaamde 'Bowie Bonds'. Een ander voorbeeld is online crowdfunding, een constructie die zijn oorsprong vond in de muziekgemeenschap begin 2000, met ArtistShare als het eerste online crowdfundingplatform.

5 De rol van de uitgever is officieel opgenomen in art. 3 AW.

6 In deze bijdrage wordt met 'deelnemer' de aangesloten auteur bij Buma/Stemra bedoeld en niet de deelnemer in een beleggingsinstelling.

7 De vereniging Buma beheert de exploitatie van openbaarmakingsrechten, terwijl de aan Buma gelieerde stichting Stemra de exploitatie van verveelvoudigingsrechten beheert. Buma en Stemra treden gezamenlijk naar buiten als één organisatie.

eenkomst die gebaseerd is op de Cisac-modelovereenkomst. Op basis hiervan draagt de rechthebbende de muziekauteursrechten over aan Buma/Stemra en verliest deze hier zelf de beschikking over. Daarbij dient de deelnemer nieuw repertoire voortdurend aan te melden, waar nodig in redelijkheid medewerking te verlenen aan de uitvoering van de beheerovereenkomst en geen handelingen te begaan die het exclusieve beheerrecht van Buma/Stemra kunnen ondermijnen. Als tegenprestatie zal Buma/Stemra de desbetreffende muziekrechten op het gehele repertoire exploiteren en handhaven. De geïnde royalty's die voortvloeien uit de overgedragen muziekrechten worden vervolgens weer uitgekeerd aan de oorspronkelijke rechthebbende (*repartitie*). Buma/Stemra hanteert hierbij vaste percentages aan beheerskosten die worden afgetrokken van de royaltysom voordat deze wordt uitgekeerd aan de deelnemer. Hierdoor kan het vorderingsrecht van de deelnemer dus nooit omslaan in een betaalverplichting jegens Buma/Stemra. Bij opzegging of ontbinding van de beheerovereenkomst worden de muziekauteursrechten weer teruggeleverd aan de rechthebbende. Opmerkelijk is dat Buma/Stemra in haar beheerpraktijk niet heeft gekozen voor het alternatief van de 'privatieve last' van art. 7:423 BW. Dit wetsartikel is destijds speciaal geïntroduceerd om een gehele overdracht van desbetreffende intellectuele-eigendomsrechten aan een collectieve beheersorganisatie (CBO) te voorkomen.⁸

De overdracht van het royaltyvorderingsrecht kan mogelijk een goede uitkomst bieden voor de beleggingsinstelling om te investeren in de muziekauteursrechten

De licenties die Buma/Stemra vanuit het beheer verstrekt, zien in basis op het gehele repertoire van de auteur/uitgever en zijn niet beperkt tot specifieke muziekwerken. Buma/Stemra heeft verder een groot aantal wederkerigheidscontracten met buitenlandse zusterorganisaties afgesloten. Hierdoor kan Buma/Stemra ook het repertoire aanbieden van buitenlandse auteurs die zijn aangesloten bij zusterorganisaties, en andersom. Inmiddels beschikt Buma/Stemra over ruim 40.000 deelnemers en heeft het in 2023 in totaal voor ongeveer € 283 miljoen aan royalty's geïnd.⁹

Terminologie – beheerder en deelnemer

Het vervolg van deze bijdrage heeft nog een belangrijke opmerking ten aanzien van het gebruik van terminologie. Zoals hiervoor besproken, wordt bij muziekrechten met

de 'beheerder' bedoeld op de partij die de muziekrechten beheert, zoals Buma/Stemra. Met de 'deelnemer' wordt bedoeld op de partij die zich als deelnemer middels een beheerovereenkomst heeft aangesloten bij Buma/Stemra. Bij beleggingsinstellingen wordt uiteraard ook gesproken over de 'beheerders' (AIFM) en 'deelnemers'. In dit artikel wordt met de term 'beheerder' niet op deze beheerder (AIFM) bedoeld. De deelnemers in een beleggingsinstelling worden, ter onderscheid van de deelnemers aan het systeem van Buma/Stemra, in dit artikel aangeduid als participanten.

Het royaltyvorderingsrecht

Ten aanzien van de exploitatie van muziekauteursrechten stelt Buma/Stemra zich dus op het standpunt dat zij vanuit de beheerovereenkomst exclusief beschikt over deze rechten, nu deze aan haar zijn overgedragen. De oorspronkelijke rechthebbende kan na de overdracht niet meer beschikken over deze muziekrechten en ze daarom ook niet meer overdragen aan een ander (*nemo plusbeginnel*).¹⁰

Deze eigendomsconstructie lijkt het voor beleggingsinstellingen onmogelijk te maken om direct in Nederlandse muziekrechten te investeren. De beleggingsinstelling kan de muziekauteursrechten immers niet door de oorspronkelijke rechthebbende aan zich laten overdragen om deze vervolgens voor eigen gewin door Buma/Stemra te laten exploiteren. Ook een eventuele optie waarbij de deelnemer de beheerovereenkomst opzegt met Buma/Stemra om vervolgens de muziekauteursrechten te laten terug leveren, zodat deze dan alsnog aan de beleggingsinstelling kunnen worden overgedragen, biedt geen soelaas. Buma/Stemra kent namelijk een beperkte aansluitingsvorm die alleen openstaat voor auteurs, uitgevers, erfgenamen en auteursvennootschappen.¹¹ Hierdoor is het geheel uitgesloten voor een beleggingsinstelling om deelnemer te worden van Buma/Stemra en de muziekrechten voor zich te laten beheren.

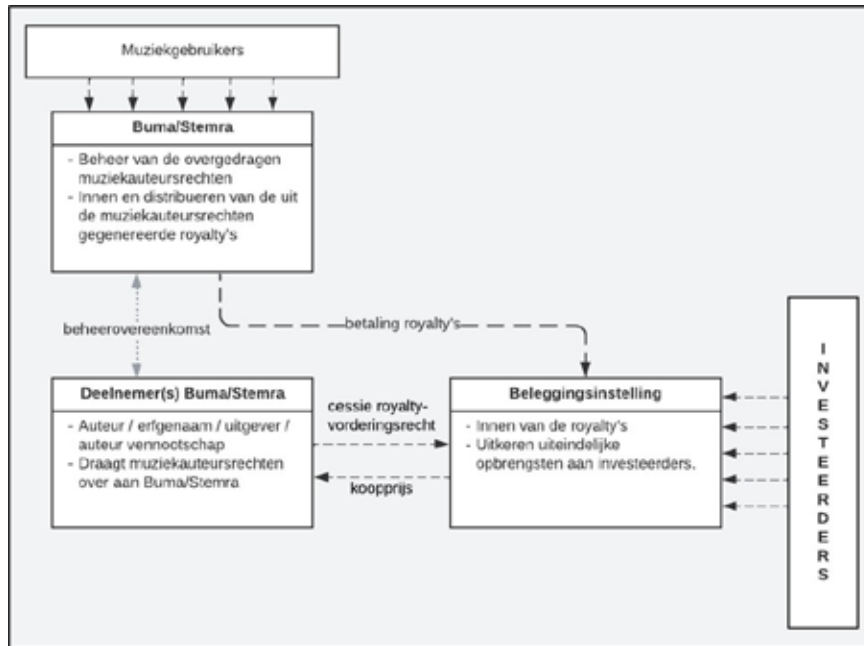
Toch is er nog geen man overboord, de oorspronkelijke rechthebbende van de muziekauteursrechten behoudt immers vanuit de beheerovereenkomst wel een (royalty) vorderingsrecht op Buma/Stemra. Ook dit royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra levert een bepaalde geldstroom op die interessant kan zijn als investering voor de beleggingsinstelling. De deelnemer kan namelijk het royaltyvorderingsrecht, dat voortvloeit uit de beheerovereenkomst, tegen een bepaalde koopprijs cederen aan de beleggingsinstelling. Daarbij is het belangrijk om te benadrukken dat vanuit een beheerovereenkomst tussen de deelnemer en Buma/Stemra slechts één vorderingsrecht ontstaat. Dit royaltyvorderingsrecht is niet opdeelbaar en de deelnemer

8 In tegenstelling tot Buma/Stemra lijkt de CBO Sena, die ziet op de inning en handhaving inzake de 'billijke vergoeding' vanuit naburige rechten (art. 7 lid 1 WNR), wel gebruik te maken van de privatieve lastgeving.

9 Jaarverslag Buma/Stemra 2023.

10 In de Angelsaksische beheerpraktijk lijkt dit probleem niet te spelen en kunnen de muziekauteursrechten gewoon volledig aan een derde worden overgedragen.

11 Een auteursvennootschap is een BV/NV, vertegenwoordigd door de auteur die tenminste 90% van de aandelen in de rechtspersoon bezit.



Figuur 1: Overdracht van het royaltyvorderingsrecht

kan deze dus slechts in zijn geheel overdragen aan de beleggingsinstelling.¹²

De overdracht van het royaltyvorderingsrecht kan mogelijk een goede uitkomst bieden voor de beleggingsinstelling om te investeren in de muzikauteursrechten, zie ook figuur 1. Niettemin is deze cessie van het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra naar de beleggingsinstelling in beginsel geen gegeven. In de beheerovereenkomst van Buma/Stemra is namelijk een bepaling opgenomen die bepaalt dat cessie van het vorderingsrecht op Buma/Stemra aan een derde niet is toegestaan zonder toestemming van Buma/Stemra. Uit dit toestemmingsvereiste valt af te leiden dat er met dit beding slechts een verbintenissenrechtelijke werking is beoogd. De overdraagbaarheid van de vordering is immers niet geheel goederenrechtelijk uitgesloten. Mits er toestemming is gegeven, is overdracht, en dus ook verpanding, op basis van art. 3:83 lid 2 BW dus nog steeds mogelijk.¹³

Mede vanwege de administratieve rompslomp die de cessie van het royaltyvorderingsrecht voor Buma/Stemra met zich meebrengt, wordt toestemming voor de cessie niet zomaar gegeven. De deelnemer kan echter wel enorm gebaat zijn

bij een dergelijke cessie vanwege de koopsom die gepaard gaat met de lumpsumoverdracht van het royaltyvorderingsrecht. Vanuit de gedachte dat Buma/Stemra onder meer in het leven is geroepen om haar deelnemers te ondersteunen, is de CBO daarom begonnen met een pilot waarbij de cessie van het vorderingsrecht naar een derde partij wordt gefaciliteerd. Hierbij wordt als kanttekening geplaatst dat de capaciteit voor deze praktijk echter beperkt is. Verder dient de deelnemer die voornemens is om het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra te cederen aan een aantal minimale voorwaarden te voldoen. Ook blijft de deelnemer als rechthebbende van de muziekrechten geregistreerd staan en behoudt deze het stemrecht. De beheerovereenkomst blijft daarbij bestaan tussen de deelnemer en Buma/Stemra.

Met het wetsvoorstel *Wet opheffing verpandingsverboden*, dat op 29 mei 2020 is ingediend, zal de afhankelijkheid van Buma/Stemra voor wat betreft de overdracht van de royaltyvorderingsrechten in de toekomst hoogstwaarschijnlijk verdwijnen.¹⁴ Dit voorstel is goedgekeurd door de Tweede Kamer en is momenteel in behandeling bij de Eerste Kamer. Het moet ervoor zorgen dat zowel de overdraagbaarheid als de verpandbaarheid van geldvorderingen op naam, die bedrijfsmatig zijn verkregen, niet langer in een contractueel beding kunnen worden beperkt of uitgesloten.

Tenslotte moet nog worden opgemerkt dat een beleggingsinstelling zich onderscheidt van een gewone onderneming doordat zij belegt in plaats van onderneemt.¹⁵ Ondernemen houdt in dat de instelling een 'algemeen zakelijk' of 'bedrijfsdoel' heeft. In lijn met de toelichting hierover in de

12 Het is goed mogelijk dat het auteurscontractenrecht, zoals neergelegd in hfdst. 1a van de Auteurswet, ook van toepassing is op de cessie van het royaltyvorderingsrecht. Zie voor een uitgebreide behandeling van dit vraagstuk: Terpstra en Visser, 'De stelling van Pythagoras', ART 2023/1. Dit zou betekenen dat dwingendrechtelijke bepalingen van het auteurscontractenrecht, zoals het recht op een billijke vergoeding voor de (lumpsum)overdracht en de exploitatieverplichting van de wederpartij, ook van toepassing zijn op de overeenkomst tot cessie met een beleggingsinstelling. Maar zoals Terpstra en Visser ook al hebben aangegeven in hun artikel, hoeft deze toepasselijkheid van het auteurscontractenrecht bij een normale gang van zaken verder niet snel bezwaarlijk te zijn voor de beleggingsinstelling.

13 Rb. Amsterdam 3 december 2014, ECLI:NL:RBAMS: 2014:8254, r.o. 2.14.

14 Kamerstukken II 2019/20, 35842.

15 Art. 4 lid 1 sub aa van de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD).

Europese autoriteit voor effecten en markten (ESMA)-richtsnoeren en de Q&A over dit onderwerp, dient het investeren in royaltyvorderingsrechten te worden beschouwd als beleggen en is hier geen sprake van ondernemen.¹⁶ Als de instelling echter ook uitgeversactiviteiten ontplooit die direct betrekking hebben op de exploitatie van de onderliggende muziekauteursrechten, kan deze kwalificatie mogelijk veranderen en wordt zij in dit geval niet langer als beleggingsinstelling aangemerkt.

Buma/Stemra de perfecte debiteur

Om te waarborgen dat de investering van de beleggingsinstelling daadwerkelijk het beoogde toekomstige resultaat oplevert, is het van cruciaal belang dat de debiteur, in dit geval Buma/Stemra, over zowel de capaciteit als de bereidheid beschikt om volledig en tijdig aan zijn betalingsverplichtingen onder het royaltyvorderingsrecht te voldoen. Indien Buma/Stemra niet in staat is om het bedrag te voldoen waarop de beleggingsinstelling recht heeft op basis van het gecedeerde royaltyvorderingsrecht, kan dit immers problematisch zijn voor het behalen van de beoogde resultaten. Dit zogenoemde debiteurenrisico ziet voor wat betreft het royaltyvorderingsrecht op het ‘*no payment risk*’ en het ‘*slow payment risk*’.

No Payment risk

In het geval van *no payment risk* bestaat het risico dat de debiteur niet over voldoende liquide middelen beschikt om aan de betalingsverplichtingen te voldoen, bijvoorbeeld door insolventie. Om dit kredietrisico te ondervangen, worden doorgaans zekerheden op de vordering bedongen, die door de schuldeiser kunnen worden uitgewonnen bij wanbetaling van de debiteur. Een bekend voorbeeld hiervan is de constructie van de hypotheeklening. Voor wat betreft de vordering op Buma/Stemra is dit echter niet mogelijk, aangezien de CBO vanuit de beheerpraktijk niet ten behoeve van elke deelnemer zekerheden verleent aangaande de betalingsplicht jegens haar deelnemers (de royaltyvorderingen).

Het ontbreken van zekerheidsrechten om mogelijke wanbetaling te ondervangen lijkt echter geen direct probleem. Buma/Stemra is een financieel gezonde en betrouwbare instelling en het insolventierisico van de CBO wordt als uiterst klein ingeschat.¹⁷ Buma/Stemra moet voldoen aan een aantal wettelijke vereisten en wordt gecontroleerd door het College van Toezicht Auteursrechten (CvTA) waarvoor Buma/Stemra op professionele wijze is toegerust en ingesteld op het mitigeren van mogelijke financiële risico's. Daarnaast heeft de vereniging Buma op basis van art. 30 AW als enige partij in Nederland toestemming verkregen van de minister van Justitie om te mogen bemiddelen in muziekauteursrecht. Een faillissement van de CBO zou – gezien haar cruciale rol in de muziekindustrie – als ramp-

zalig worden beschouwd en te allen tijde vermeden moeten worden. Gesteld kan dan ook worden dat het risico op geen betaling bij Buma/Stemra als debiteur laag is.

Bij royaltyvorderingsrechten zal echter ook het debiteurenrisico van de uiteindelijke muziekgebruikers belangrijk zijn om mee te wegen. Immers, een groot kredietrisico bij deze groep betekent dat Buma/Stemra niet de daadwerkelijke royalty's kan innen en de uiteindelijke betaling aan de beleggingsinstelling dus ook lager uitvalt. Toch lijkt ook dit zogenoemde indirecte debiteurenrisico in de praktijk geen groot probleem te zijn. Allereerst vormen de muziekgebruikers een zeer grote groep, waardoor het effect van enkele wanbetalers op de totale royalty-opbrengsten minimaal zal zijn. Er is dus sprake van een zeer goede risicospreiding. Bovendien houdt Buma/Stemra nauwlettend toezicht; wanbetaling door licentienemers kan leiden tot opschorting van licenties en aanmaning tot betaling, vermeerderd met gemaakte kosten en rente. Daarnaast kan van (bepaalde) muziekgebruikers worden verlangd om op verzoek van Buma/Stemra zekerheid te stellen voor de betaling van de verschuldigde vergoedingen. Derhalve lijkt ook het indirecte debiteurenrisico bij royaltyvorderingsrechten relatief klein.

Naast het risico dat de debiteur niet in staat is om te betalen, bestaat er ook het risico dat de betalingsverplichting van de debiteur zelf in omvang vermindert, bijvoorbeeld wanneer de debiteur een beroep doet op het opschortingsrecht.¹⁸ De kans dat Buma/Stemra als debiteur overgaat tot opschorting van betaling is echter zeer klein. Hiervoor is immers vereist dat de deelnemer als wederpartij eerst zijn verplichtingen niet nakomt. Zoals eerder vermeld, bevat de beheerovereenkomst na overdracht van de muziekauteursrechten nauwelijks verdere verplichtingen voor de deelnemer. Bovendien trekt de CBO de beheerkosten al af van de royaltyvorderingen voordat deze worden uitgekeerd, waardoor hierover geen dispuut kan ontstaan. Het risico dat Buma/Stemra haar betalingsverplichtingen opschort, kan daarom als gering worden beschouwd. Ook het risico dat de betalingsverplichting vermindert doordat Buma/Stemra overgaat op verrekening, lijkt verwaarloosbaar (*set-off risk*).¹⁹ Dit komt wederom door de praktijk waarin Buma/Stemra de gemaakte beheerkosten al aftrekt voordat de repartitie wordt betaald. Verder zal de CBO zelden beschikken over een vordering van betekenis op de deelnemer die tot gevolg heeft dat een verrekening met het royaltyvorderingsrecht een voelbare weerslag heeft op de totale opbrengsten van het royaltyvorderingsrecht.

Slow payment risk

In het geval van *slow payment* is de debiteur vertraagd in de betaling van de geldschuld. Dit betekent dat de debiteur niet aan zijn verplichtingen kan voldoen op de overeengekomen tijdstippen, waardoor de beleggingsinstelling in deze periode niet de beoogde gelden ontvangt. Deze

¹⁶ Zie ESMA, 'Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD'.

¹⁷ Zie jaarverslag Buma/Stemra 2023.

¹⁸ Art. 6:262 BW.

¹⁹ Art. 6:127 jo. art. 6:130 BW.

vertragingen zijn over het algemeen het gevolg van financiële problemen of nalatigheid bij de debiteur. Echter, zoals eerder besproken, is Buma/Stemra financieel betrouwbaar en waakzaam op het tijdig uitkeren van de royaltyvorderingen. Niettemin kan het onverhoopt voorkomen dat de royalty's die toebehoren aan een bepaalde periode door inningsproblemen bij de uiteindelijke muziekgebruiker pas in een latere periode worden uitbetaald. Ondanks dat uiteindelijk het gehele verschuldigde royaltybedrag door Buma/Stemra wordt geïnd en vervolgens uitbetaald aan de beleggingsinstelling, is er wel sprake geweest van een vertraging in de betaling. Wederom geldt hier echter dat het een grote groep muziekgebruikers betreft, waardoor het effect van enkele vertraagde betalings op de totale royalty-opbrengsten minimaal zal zijn.

Beeïndigingsrisico

De mogelijkheid bestaat dus voor een beleggingsinstelling om door middel van een cessie van het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra, te investeren in de opbrengsten uit muzikauteursrechten. Bovendien kan Buma/Stemra worden beschouwd als een zeer betrouwbare debiteur met betrekking tot de royaltyvorderingsrechten. Daarnaast heeft de beleggingsinstelling te maken met een relatief eenvoudig debiteurenbeheer, aangezien dit slechts Buma/Stemra betreft. De beleggingsinstelling hoeft zich verder niet bezig te houden met het omvangrijke debiteurenbeheer van de uiteindelijke muziekgebruikers, hetgeen door Buma/Stemra wordt verzorgd tegen een vast percentage en zonder winsttoegemerk. Dit alles zal door de beleggingsinstelling als zeer gunstig worden ervaren. Niettemin blijft er een aanzienlijk risico bestaan: de opbrengsten uit het gecedeerde royaltyvorderingsrecht zijn uiteindelijk volledig afhankelijk van de beheerovereenkomst tussen de deelnemer en Buma/Stemra. Indien de beheerovereenkomst om welke reden dan ook zou eindigen, betekent dit ook dat het overgedragen royaltyvorderingsrecht volledig komt te vervallen. Een hoog beëindigingsrisico van de onderliggende beheerovereenkomst zal daarom als zeer onwenselijk worden beschouwd voor de zekerheid van de investering. Mogelijke oorzaken van beëindiging kunnen zijn:

1. ontbinding of opzegging van de beheerovereenkomst door een van de partijen;
2. het overlijden, dan wel ontbinding, van de partij die als de deelnemer is aangesloten bij Buma/Stemra;
3. een faillissement van de deelnemer.

Opzegging of ontbinding beheerovereenkomst

Op basis van de beheerovereenkomst en de bedoeling van beide partijen lijkt de kans op ontbinding of opzegging door de wil van één van de partijen relatief klein. De beleggingsinstelling kan namelijk verbintenissenrechtelijk overeenkomen met de deelnemer dat deze na de cessie van het royaltyvorderingsrecht niet mag overgaan tot opzegging of ontbinding van de beheerovereenkomst. Vanuit Buma/Stemra zijn de mogelijke gronden voor beëindiging eveneens gering, gelet op haar wettelijke monopolie en essentiële rol. Buma/Stemra

is namelijk verplicht om met elke gerechtigde deelnemer een beheerovereenkomst aan te gaan en kan deze niet zomaar opzeggen of ontbinden.²⁰ Indien Buma/Stemra wil overgaan tot ontbinding, zal de deelnemer eerst tekort moeten schieten in haar verplichtingen onder de beheerovereenkomst. Zoals eerder vermeld, bestaat de voornaamste verplichting van de deelnemer in de beheerovereenkomst echter uit het overdragen van de muziekrechten. Hierdoor zijn de mogelijkheden voor de deelnemer om tekort te schieten in de uitvoering relatief gering. Bovendien voorziet de beheerovereenkomst in een boetededding in het geval van tekortkoming door de deelnemer, hetgeen doorgaans de voorkeur zal krijgen boven ontbinding.

Overlijden of ontbinding van de deelnemer

Een andere mogelijkheid waardoor de beheerovereenkomst en dus het royaltyvorderingsrecht van de beleggingsinstelling onbedoeld kan komen te vervallen is het overlijden van de auteur, dan wel ontbinding van de uitgever. Wat betreft het overlijden van de auteur is dit risico echter redelijk goed uitsluitbaar, aangezien Buma/Stemra een regeling biedt waarbij de beheerovereenkomst na het overlijden onafgebroken kan worden voortgezet met de desbetreffende volmachtgevers, erfgenamen en legatarissen van de overleden auteur.²¹ De exploitatie van de muzikauteursrechten kan hierdoor ongestoord doorgang vinden en daarmee ook het gecedeerde royaltyvorderingsrecht.

Wanneer een uitgeversonderneming ophoudt te bestaan lijkt een dergelijk vangnet niet te bestaan, hetgeen betekent dat de beheerovereenkomst wordt ontbonden en de muzikauteursrechten worden teruggeleverd aan de rechtverkrijgende(n) van de ontbonden uitgever. Om de beleggingen in dit onverhoopte geval alsnog veilig te stellen kan de uitgever wel vooraf een rechtverkrijgende naar keuze van de muzikauteursrechten aanwijzen. Daarbij zal deze rechtverkrijgende vooraf geïnstrueerd moeten worden om zich weer als deelnemer aan te sluiten bij Buma/Stemra en het royaltyvorderingsrecht wederom over te dragen aan de beleggingsinstelling. Hierdoor kan in theorie het royaltyvorderingsrecht weer worden hervat en lijkt het beëindigingsrisico voor de beleggingsinstelling alsnog redelijk goed ondervangen.

Faillissement van de deelnemer

Het grootste beëindigingsrisico doet zich echter voor bij faillissement van de deelnemer (lees: de cedent van het royaltyvorderingsrecht). Indien de cedent failliet wordt verklaard, verliest deze op grond van art. 23 Faillissementswet (hierna: Fw) zijn beschikkingsbevoegdheid. Voorts bepaalt art. 35 lid 2 Fw dat alle toekomstige goederen, lees vorderingen, die op het moment van faillietverklaring bij voorbaat zijn geleverd na faillissement in de failliete boedel

20 Zie art. 2a lid 2 Wet toezicht en geschillenbeslechting collectieve beheersorganisaties auteurs- en naburige rechten (WTGCB). Deze situatie valt als het ware te vergelijken met het recht van een consument op een basisbetaalrekening.

21 Muzikauteursrechten vervallen in beginsel 70 jaar nadat de auteur is overleden.

vallen. Dit faillissementsrisico van de deelnemer kan een negatief effect hebben op de zekerheid van de beoogde resultaten. Immers, wanneer de deelnemer failliet gaat en de overgedragen royaltyvorderingsrechten als toekomstig worden gekwalificeerd, kan de beleggingsinstelling geen aanspraak meer doen op vorderingen die pas tegenwoordig worden na faillietverklaring (fixatie-moment). De beleggingsinstelling beschikt dan slechts over een concurrente vordering jegens de deelnemer inzake de toekomstige vorderingen, waardoor deze (een deel van) haar beleggingen en dus het beoogde resultaat zal verliezen.

Ondanks het enorme belang voorzien zowel de wet als de parlementaire geschiedenis niet in een eenduidig criterium voor het ontstaansmoment van een vordering. Of het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra als reeds bestaand dan wel toekomstig moet worden gekwalificeerd is daarom niet met zekerheid te zeggen. Tot op heden is hier nog nooit door een rechter over geoordeeld. Voor beide zienswijzen valt wat te zeggen. De omvang van dit vraagstuk is echter te groot om in dit artikel uitvoerig te behandelen. Onderstaand volgt een beknopte uitwerking.

Om vast te stellen of een vordering reeds bestaat, is het van belang om te bepalen in hoeverre de vordering afhankelijk is van nog niet (volledig) vaststaande feiten. Dit wil zeggen of er met voldoende zekerheid kan worden vastgesteld of de schuldenaar nu of in de toekomst gebonden is om een prestatie te verrichten. Daarbij heeft de Hoge Raad overwogen dat een 'voorwaardelijke vordering', in de zin van art. 6:21 BW, als reeds bestaand wordt aangemerkt. In dat geval staat het bestaan van de verbintenis vast, maar wordt de daadwerkelijke uitvoering (werking) afhankelijk gesteld van een toekomstige onzekere gebeurtenis.²²

De operationele voordelen die de eenvoud van het royaltyvorderingsrecht met zich meebrengt lijken daarmee tegelijkertijd ook de grootse achilleshiel voor wat betreft het investeringsrisico

Er zou betoogd kunnen worden dat het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra te afhankelijk is van onzekere externe factoren, zoals de daadwerkelijke exploitatie van de muziek door muziekgebruikers in de toekomst. Dit zou kunnen leiden tot de zienswijze dat de vordering pas tegenwoordig wordt wanneer de muzikauteursrechten daadwerkelijk zijn geëxploiteerd en Buma/Stemra de hieruit voortkomende royalty's heeft geïnd. Tot die tijd zouden de vorderingsrechten nog relatief toekomstig zijn.

Mijns inziens lijkt toch de beheerovereenkomst die ten grondslag ligt aan het ontstaan van het royaltyvorderings-

recht meer aanknopingspunten te bieden om te spreken van een reeds bestaande vordering. De beheerovereenkomst is een duurovereenkomst en wordt gesloten voor onbepaalde tijd. Vanaf het moment dat de muziekrechten zijn overgedragen, heeft Buma/Stemra de onherroepelijke verplichting tot royaltydistributie zolang de beheerovereenkomst bestaat. Hierdoor voorziet de beheerovereenkomst gedurende de overeenkomst zelf verder niet in een wilsafhankelijk element vanuit Buma/Stemra, dan wel de deelnemer, over de daadwerkelijke verplichting tot royaltydistributie. Voorts is Buma/Stemra vanuit haar wettelijke plicht om aangeboden muzikauteursrechten te beheren, zeer beperkt in haar mogelijkheden om de beheerovereenkomst op te zeggen dan wel te ontbinden. Daarnaast heeft Buma/Stemra het standpunt ingenomen dat *'er een exploitatiecontract is getekend, wat betekent dat de muziekstukken worden gebruikt en er dus inkomsten zouden moeten zijn.'* Dat de daadwerkelijke hoogte van de periodieke royaltyvordering pas bij opeisbaarheid vaststaat en dus vooraf niet precies bekend is, maakt verder niet uit voor het bestaan van de vordering.

Op basis van bovenstaande opsomming valt naar mijn mening goed te betogen dat het van meet af aan duidelijk is dat Buma/Stemra bij het aangaan van de beheerovereenkomst is gehouden om in de toekomst te presteren en de opeisbaarheid slechts afhankelijk is van het verstrijken van de tijd. Echter, zoals eerder al genoemd, is met het gebrek aan een algemeen criterium deze kwalificatie niet geheel met zekerheid vast te stellen en is dit uiteindelijk afhankelijk van de beoordeling van de rechter. Wel kan gesteld worden dat de onzekerheid van deze kwalificatie niet bijdraagt aan de zekerheid inzake het investeren in deze royaltyvorderingsrechten.

Daar komt bij dat zelfs als het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra kan worden aangemerkt als een reeds bestaande vordering, een mogelijk faillissement van de deelnemer als cedent nog steeds een belangrijke risico met zich meebrengt. Hoewel het faillissement op zichzelf in beginsel geen wijzigingen aanbrengt in het voortbestaan van een (duur)overeenkomst²³ verliest de deelnemer op basis van art. 23 Fw wel zijn beschikkingsbevoegdheid, waardoor het nu aan de curator is of hij deze beheerovereenkomst met Buma/Stemra in stand wil houden. Het is goed denkbaar dat de curator, ongeacht mogelijke afspraken met de beleggingsinstelling, besluit om de beheerovereenkomst op te zeggen waardoor deze weer de beschikking krijgt over de dan teruggeleverde muziekrechten. Hierdoor kan de curator overgaan tot verkoop van de muziekrechten aan een andere partij en de opbrengsten hiervan gebruiken voor de verdere afbetaling van de schuldenaren. De beleggingsinstelling heeft dan slechts een concurrente vordering op de boedel. Dit faillissementsrisico lijkt lastig te ondervangen en zal zeker moeten worden meegenomen bij de beslissing om te investeren in het royaltyvorderingsrecht.

22 HR 26 maart 1982, ECLI:NL:HR:1982:AG4349 (SOS/ABN), r.o. 1.

23 Faillissement betekent op zichzelf nog geen ontbinding van de rechtspersoon, wel is dit vaak het uiteindelijke gevolg hiervan.

Liquiditeitsrisico bij vroegtijdig uittreden participant

Het bijzondere karakter van het royaltyvorderingsrecht speelt ook een rol voor wat betreft de mogelijkheid van vroegtijdig uittreden door participanten van de beleggingsinstelling zelf. Indien een participant vroegtijdig wil uittreden, kan het nodig zijn dat een deel van de investeringen door de beleggingsinstelling liquide wordt gemaakt om hieraan te voldoen. Aangezien het in de praktijk goed denkbaar is dat een beleggingsinstelling slechts een beperkt aantal royaltyvorderingsrechten in de portefeuille heeft, kan de verkoop van één royaltyvorderingsrecht mogelijk niet realistisch zijn, mede gelet op de beleggingsdoelstellingen. Alleen als de beleggingsinstelling over een zeer groot aantal royaltyvorderingsrechten beschikt, is dit mogelijk een optie. In de praktijk is het echter goed denkbaar dat een beleggingsinstelling die investeert in royaltyvorderingsrechten gebruik zal maken van een *closed-end* fondsstructuur, waarbij het voor de participant niet mogelijk is om gedurende de looptijd van het fonds tussentijds uit te stappen en slechts de mogelijkheid resteert om te proberen de participatie in de beleggingsinstelling door te verkopen.²⁴

Conclusie

In dit artikel is onderzocht welke voornaamste (juridische) factoren en potentiële risico's spelen bij het direct investeren in muzikauteursrechten in Nederland. Hierbij is gebleken dat dit, gelet op de huidige structuur in Nederland, alleen mogelijk is door middel van een cessie van het royaltyvorderingsrecht op Buma/Stemra van de deelnemer naar de beleggingsinstelling. Daarbij is duidelijk geworden dat Buma/Stemra als een zeer betrouwbare en efficiënte debiteur kan worden aangemerkt en spelen mogelijke risico's zoals geen betaling, lagere betaling of te late betaling nauwelijks een rol van betekenis. Dit alles maakt het direct beleggen in royaltyvorderingsrechten op Buma/Stemra in eerste instantie tot een relatief veilige en daarmee aantrekkelijke belegging.

Het voornaamste probleem is echter de verbondenheid van het gecedeerde royaltyvorderingsrecht met de onderliggende beheerovereenkomst. Ook na de overdracht van het vorderingsrecht is het uiteindelijke bestaan hiervan afhankelijk van de daaraan ten grondslag liggende beheerovereenkomst. Dit verbondenheidsrisico komt specifiek naar voren bij het faillissementsrisico van de deelnemer die het royaltyvorderingsrecht heeft gecedeerd. Dit speelt allereerst indien het royaltyvorderingsrecht als toekomstige vordering wordt aangemerkt. Hierdoor zouden alle repartities die door Buma/Stemra worden uitgevoerd na faillietverklaring van de deelnemer in de failliete boedel vallen, waardoor de beleggingsinstelling slechts een concurrente vordering overhoudt. Zelfs als het royaltyvorderingsrecht als toekomstig wordt aangemerkt, hetgeen naar mijn mening goed valt

te stellen, blijft het faillissementsrisico een rol spelen. Dit komt door de mogelijkheid dat de curator besluit over te gaan tot opzegging van de beheerovereenkomst, om zich vervolgens te verhalen op de opbrengsten van de verkoop van de teruggeleverde muzikauteursrechten.

De operationele voordelen die de eenvoud van het royaltyvorderingsrecht met zich meebrengt lijken daarmee tegelijkertijd ook de grootse achilleshiel voor wat betreft het investeringsrisico. Toch hoeft dit risico niet doorslaggevend te zijn. Zeker niet als de beleggingsinstelling het royaltyvorderingsrecht van meerdere auteurs overneemt om zo een betere risicospreiding te bewerkstelligen en ervoor te zorgen dat deze deelnemers (lees: cedenten) als financieel gezond kunnen worden aangemerkt, hetgeen het faillissementsrisico verkleint. Hierbij dient ook in het achterhoofd te worden gehouden dat investeren altijd een risicofactor met zich meebrengt. Daarbij kunnen de relatief hoge rendementen die de huidige lucratieve muziekmarkt biedt mogelijk opwegen tegen de potentiële risico's.

Buma/Stemra heeft laten weten op de hoogte te zijn van de groeiende interesse in het investeren in royaltyvorderingsrechten op de CBO en van de mogelijke problematiek die hierbij komt kijken. Daarom doet Buma/Stemra ook zelf onderzoek naar de mogelijkheden die ze kunnen bieden voor het investeren in de door hen beheerde muzikauteursrechten, hetgeen al heeft geleid tot de door hen eerder geïnitieerde pilot die de cessie van het royaltyvorderingsrecht toestaat. Een mogelijk verdergaande oplossing zou zijn dat ook andere partijen, die niet direct betrokken zijn bij de creatie van muzikauteursrechten, zich als deelnemer bij Buma/Stemra kunnen gaan aansluiten. Hierdoor zou de mogelijkheid ontstaan voor een beleggingsinstelling om de muzikauteursrechten direct naar zich over te laten dragen om deze vervolgens zelf door Buma/Stemra te laten exploiteren.²⁵ Dit zou betekenen dat het gehele verbondenheidsrisico met de originele rechthebbende, en dus het faillissementsrisico, geen rol meer speelt, hetgeen de zekerheid van de investering nog verder zou verbeteren. Buma/Stemra heeft laten weten ook deze optie te onderzoeken, maar heeft daarbij aangegeven dat dit een complex proces is en dat zij bij het afwegen van de opties altijd het oorspronkelijke belang van de auteur en de uitgever voorop zal stellen. Wel staat vast dat de beslissingen die Buma/Stemra in de toekomst zal nemen, aanzienlijke invloed zullen hebben op de uiteindelijke praktijk van investeren in Nederlandse muzikauteursrechten.

Dit artikel is afgesloten op 14 januari 2025.

Over de auteur

Mr. J.A. (Jelmer) Richel

Advocaat te Amsterdam bij Stibbe N.V.

²⁴ Uit het essentiële-informatiedocument van Pythagoras Music Fund blijkt dat deze ook gebruikmaakt van een *closed-end* fondsstructuur.

²⁵ Deze mogelijkheid zou ook interessant kunnen zijn voor securitisatietransacties, waarbij een Special Purpose Vehicle (SPV) zich als deelnemer bij Buma/Stemra aansluit.