

- de invoering van flexibiliteit in de standaardformule voor de berekening van het solvabiliteitskapitaalvereiste met betrekking tot het spreadrisico (vier jaar) en het aandelenrisico (zeven jaar)¹³⁶;
- de toekenning van een extra periode van twee jaar om te voldoen aan de solvabiliteitskapitaalvereisten voor ondernemingen die niet voldoen aan deze eisen maar voldeden aan de vereiste solvabiliteitsmarge onder het voormalige regime¹³⁷; en
- de progressieve en lineaire verschuiving over een zestienjarige periode van de technische voorzieningen onder de Solvabiliteit I Richtlijn tot het niveau van technische voorzieningen onder de Solvabiliteit II Richtlijn (beste schatting en risicomarge)¹³⁸.

Ten slotte werden diverse wetten aangepast teneinde hen in overeenstemming te brengen met de wet van 13 maart

2016¹³⁹, en de wetten van 9 juli 1975 en 16 februari 2009 werden expliciet opgeheven¹⁴⁰.

6. Inwerkingtreding

De wet van 13 maart 2016 is in werking getreden op 23 maart 2016¹⁴¹.

7. Classificatie van levensverzekeringstakken

De bijlagen bij de wet van 13 maart 2016 hernemen de relevante bijlagen van de Solvabiliteit II Richtlijn en vervangen die van het koninklijk besluit van 22 februari 1991 houdende algemeen reglement betreffende de controle op de verzekeringsondernemingen. Het enige significante verschil betreft de herstructurering van bijlage II met betrekking tot de classificatie van levensverzekeringstakken teneinde de structuur en verduidelijkingen van artikel 2 van de Solvabiliteit II Richtlijn te volgen¹⁴².

Borrowing Base kredietverlening onder de nieuwe Pandwet

Eric BLOMME, Advocaat, Baker & McKenzie

Het doel van dit artikel¹⁴³ is eerst een korte beschrijving te geven van de techniek van de kredietverlening via Borrowing Base. Vervolgens wordt aangetoond dat deze techniek onder het vigerende zekerheidsrecht wordt bemoeilijkt door een aantal juridische obstakels. De nieuwe Pandwet zal deze obstakels evenwel wegnemen zodat de techniek ongetwijfeld kortelings aan belang zal winnen in België.

Alhoewel wordt gefocust op de kredietverlening via Borrowing Base, is veel van de analyse in verband met het vigerende zekerheidsrecht en de nieuwe Pandwet *mutatis mutandis* van toepassing op andere vormen van (voorraad)financiering.

1. Borrowing Base kredietverlening

1.1. Begrip

Borrowing Base kredietverlening is een oorspronkelijk uit de Verenigde Staten afkomstige vorm van op activa gebaseerde kredietverlening (*asset based lending*) waarbij het voor de kredietverlening beschikbare bedrag wordt

bepaald op basis van de waarde van de te financieren activa (de “Borrowing Base”).

1.2. Typische contractuele modaliteiten

De concrete modaliteiten van de Borrowing Base zijn telkens in detail te onderhandelen tussen kredietnemer en kredietverlener, en uit te schrijven in de kredietovereenkomst. In wat volgt, wordt voor een goed begrip van dit artikel een overzicht gegeven van in de praktijk frequent voorkomende modaliteiten.

Borrowing Base kredietverlening neemt typisch de vorm van een hernieuwbare kredietopneming of wentelkrediet, waarbij de kredietverlener ofwel vrij (*uncommitted*) ofwel verplicht (*committed*) is om trekkingen te honoreren. De leningen die worden ter beschikking gesteld ingevolge trekking op het krediet zijn meestal voorschotten op korte termijn, al zijn andere gebruiksvormen niet uit te sluiten.

Het doel van de kredietopneming is het financieren van de aankoop, de opslag, het vervoer, de verkoop, etc. van de activa opgenomen in de Borrowing Base.

136. Art. 665-666 wet 13 maart 2016.

137. Art. 667 wet 13 maart 2016.

138. Art. 668-671 wet 13 maart 2016.

139. Art. 680-756 wet 13 maart 2016.

140. Art. 757-758 wet 13 maart 2016.

141. Art. 759 wet 13 maart 2016.

142. Art. 2 Solvabiliteit II Richtlijn.

143. Met dank aan Antoine De Raeve.



De Borrowing Base bestaat typisch uit vlottende activa zoals voorraden en grondstoffen. Ook de schuldvorderingen die ontstaan ten gevolge van de verkoop van deze voorraden en grondstoffen worden opgenomen in de Borrowing Base. Daarnaast kunnen ook de rekeningtegoeden die ontstaan ingevolge betaling van de schuldvorderingen opgenomen worden in de Borrowing Base.

Het spreekt voor zich dat de kredietnemer er alle belang bij heeft zoveel mogelijk activa op te nemen onder de Borrowing Base aangezien op die manier het voor ontleening beschikbare bedrag dienovereenkomstig verhoogt. De kredietverlener daarentegen zal er zorg voor dragen dat de activa van die aard, kwaliteit en waarde zijn dat, in geval van wanprestatie onder het krediet, een uitwinning van de activa begrepen in de Borrowing Base volstaat om het krediet volledig terug te betalen. Het is immers inherent aan deze vorm van kredietverlening dat de kredietverlener niet, of minstens slechts in ondergeschikte mate, rekening houdt met de mogelijkheid van een verhaal op andere activa dan die opgenomen in de Borrowing Base.

Zo kan de kredietverlener eisen dat grondstoffen van een bepaalde kwaliteit zijn; debiteurs van schuldvorderingen een bepaalde kredietwaardigheid hebben, of een bepaalde waarborg hebben gesteld; schuldvorderingen niet langer dan een bepaald aantal dagen blijven uitstaan en niet betwist worden; er bepaalde concentratie-limieten worden gehanteerd zodat er geen overdreven risico op een bepaalde debiteur wordt genomen; etc.

De fundamentele eis die een kredietverlener evenwel steeds zal stellen om activa op te nemen in de Borrowing Base, is dat hij een geldig en afdwingbaar preferentieel verhaalsrecht over die activa verwerft.

Eens bepaald is welke activa voldoen aan de contractueel opgesomde vereisten, en dus in de Borrowing Base opgenomen kunnen worden, zullen deze activa worden gewaardeerd overeenkomstig een eveneens contractueel te bepalen mechanisme. Het totale bedrag in euro (of een vreemde munteenheid) dat bekomen wordt ingevolge deze waardering, zal dan gelden als het maximaal door de kredietnemer te ontfangen bedrag.

De waardering van de Borrowing Base gebeurt vaak op basis van een grondstoffenindex (voor grondstoffen) of aan de nominale waarde van de betrokken schuldvordering. Essentieel is evenwel dat de kredietverlener een bepaalde marge (bv. 10 of 20%) zal inbouwen om zich te wapenen tegen een eventueel waardeverlies in geval van uitwinning van zijn zekerheden. De hoogte van deze marge zal niet enkel afhankelijk zijn van de aard van het

actief, maar bijvoorbeeld ook van de mogelijkheid om een geldig en afdwingbaar preferentieel verhaalsrecht over het actief te creëren.

Gezien de Borrowing Base typisch uit vlottende activa bestaat, is er een continue toevoeging van nieuwe activa aan de Borrowing Base (bv. ingevolge aankoop), net zoals er continue oude activa verdwijnen uit de Borrowing Base (bv. ingevolge verkoop met daaropvolgend betaling door de koper van de schuldvordering). Met andere woorden, de waarde van de Borrowing Base verandert van dag tot dag. En, als gevolg daarvan, varieert ook het onder de kredietovereenkomst te ontfangen bedrag van dag tot dag.

In het licht van deze continue fluctuaties, wordt de kredietnemer een contractuele verplichting opgelegd om op regelmatige basis te rapporteren over de samenstelling en waarde van de Borrowing Base. Indien uit zulk rapport blijkt dat de waarde van de Borrowing Base op een bepaald moment lager is dan het ontleende bedrag, zal de kredietnemer de nodige stappen moeten ondernemen om ofwel de waarde van de Borrowing Base te verhogen ofwel het krediet gedeeltelijk terug te betalen.

Ten slotte wordt de kredietverlener contractueel het recht toegekend om een audit van de Borrowing Base uit te voeren teneinde zich te verzekeren van de correctheid van de rapportage door de kredietnemer.

1.3. Voordelen

Zowel voor de kredietverlener als kredietnemer biedt de techniek van de kredietverlening via Borrowing Base significante voordelen. De kredietverlener kan zijn kredietrisico zeer sterk beperken omdat hij, onder meer ten gevolge van het toepassen van een marge op de waarde van de activa onder de Borrowing Base, in principe een preferentieel verhaalsrecht zal ontvangen voor een waarde die groter is dan die van het uitstaande kredietbedrag.

De kredietnemer zal in ruil daarvoor genieten van een lagere interest en minder beperkende voorwaarden dan in geval van een traditioneel krediet dat toegekend wordt op de balans van de kredietnemer.

Wel kan worden opgemerkt dat kredietverlening via Borrowing Base enkel efficiënt is in geval van kredieten met een zekere omvang. Voor kleinere (kmo) kredieten is de techniek minder interessant om twee redenen. Ten eerste vereist het opzetten van de Borrowing Base enig maatwerk en dus kosten. Ten tweede vereist ook de rapportage door de kredietnemer de nodige betrokkenheid van de kredietnemer, en vertegenwoordigt dit bijgevolg een recurrente kost.

2. *Borrowing Base kredietverlening onder het huidige recht*

2.1. *Kredietovereenkomst*

Het contractueel voorzien in een Borrowing Base mechaniek in een kredietovereenkomst naar Belgisch recht stelt onder het vigerende recht geen bijzondere problemen.

2.2. *Zekerheid over de Borrowing Base*

(a) *Pand over schuldvorderingen en bankrekeningen*

Alhoewel het vestigen van een pand op de schuldvorderingen en bankrekeningen begrepen in de Borrowing Base een aantal aandachtspunten stelt, zijn deze onder het vigerende recht overzichtelijk en genoegzaam bekend. Er wordt hier verder dan ook niet op ingegaan.

(b) *Pand over lichamelijke roerende goederen*

Hetgeen daarentegen vaak problematisch is, is onder het vigerende recht een pand over voorraden, grondstoffen en, in het algemeen, lichamelijke roerende goederen vestigen.

(i) *Vuistpand*

Een eerste rechtsfiguur waaronder een pand over lichamelijke roerende goederen kan worden gevestigd, is het vuistpand. Het vuistpand stelt evenwel volgende problemen.

1. Het vuistpand is een zakelijk contract dat slechts tot stand komt ingevolge de buitenbezitstelling van de verpande goederen.

Het spreekt voor zich dat de lichamelijke roerende goederen in de Borrowing Base niet in het bezit van de kredietverlener kunnen worden gesteld. Deze goederen moeten namelijk verkocht worden om de kredietnemer toe te laten zijn krediet af te betalen.

Aangezien het bezit kan worden gehouden door een derde-pandhouder voor rekening van de begunstigde van het pand (art. 2076 BW), heeft de praktijk een aantal (min of meer) werkbare alternatieve structuren uitgedacht. Zo kan de uitbater van de opslagplaats waarin de lichamelijke roerende goederen worden opgeslagen, worden gevraagd om op te treden als derde-pandhouder. Ook wordt soms gewerkt met een professionele derde-pandhouder (zoals Warrant nv).

Alhoewel deze alternatieve structuren goed ingeburgerd zijn in de praktijk, blijft het een feitenkwestie of

in een concreet geval een geldige buitenbezitstelling wordt tot stand gebracht¹⁴⁴.

Langs de kant van de kredietnemer hebben de alternatieve structuren ook nog het nadeel dat zij de medewerking (en dus vaak de vergoeding) van een derde-pandhouder vereisen.

2. Het komt al eens voor dat kredietnemers, om de Borrowing Base zo groot mogelijk te maken, ook lichamelijke roerende goederen in transit naar België wensen te verpanden¹⁴⁵. Zulke goederen vormen vaak het voorwerp van een cognossement of ander waardepapier. In principe zou het gebruik van zulk waardepapier de verpanding moeten vergemakkelijken. Het waardepapier vertegenwoordigt immers het bezit over de goederen¹⁴⁶. De buitenbezitstelling wordt dus gerealiseerd via de afgifte van het waardepapier aan toonder of het endossement van het waardepapier aan order, eerder dan via de materiële levering van de goederen.

In de praktijk van de Borrowing Base kredietverlening is het evenwel weinig praktisch om de kredietverlener te betrekken in een continue afgifte of endossement van waardepapieren telkens er goederen worden verscheept. Eventueel kan ook in dit geval worden gewerkt met een derde-pandhouderstructuur waarbij een derde wordt betrokken, die de waardepapieren houdt voor rekening van de kredietverlener.

3. Zoals in paragraaf 1.2 in meer detail beschreven, zal er in het kader van de Borrowing Base een continue vervanging van (verkochte) verpande goederen door (nieuwe) verpande goederen zijn. Aangezien het vuistpand een reëel contract is dat slechts tot stand komt door de buitenbezitstelling, zou dit dus in principe betekenen dat telkens een nieuw goed toegevoegd wordt, ook een nieuw pandrecht wordt gecreëerd. En zulk nieuw pandrecht voor bestaande schuld zou vervolgen, in het geval van faillissement, door de curator kunnen worden aangevochten indien althans ontstaan in de verdachte periode (art. 17, 3° Faill.W.).

Het Hof van Cassatie heeft aanvaard dat zulk “wisselpand” wel degelijk tegenwerpelijk is aan de faillissementscurator, evenwel onder de voorwaarde dat de in de plaats gestelde goederen van dezelfde soort en waarde zijn¹⁴⁷.

Zulke voorwaarde lijkt te impliceren dat de faillissementscurator het pand slechts hoeft te erkennen voor

144. Zie bv. E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 319, randnr. 472.

145. Ingevolge art. 88 van het wetboek IPR, worden de rechten op een goed in transit beheerst door het recht van de Staat van bestemming. Het Belgische zekerheidsrecht is dus niet enkel van toepassing op goederen die zich bevinden in België, maar ook op goederen die in transit zijn naar België.

146. J. HEENEN, *Vente et Commerce Maritime*, Brussel, Etablissements Emile Bruylant, 1952, p. 3 en volgende.

147. Cass. 7 oktober 1976, *Arr.Cass.* 1977, 153, *Pas.* 1977, 1, 154, *RCJB* 1979, 5.



de laagste waarde die op enig moment gedurende de verdachte periode aanwezig was.

Het lijkt moeilijk om onder die omstandigheden een Borrowing Base krediet te structureren.

4. In de praktijk worden de verpande goederen vaak vermengd met niet-verpande goederen van derden. Dit is bijvoorbeeld vaak het geval met grondstoffen die worden opgeslagen in een tank of warehouse. Alhoewel zou kunnen worden geargumenteed dat in zulk geval een vorm van mede-eigendom ontstaat, is de meerderheidsstelling nog altijd dat het vuistpand zulke vermenging niet overleeft. Een Borrowing Base krediet is dan ook weinig zinvol ingeval vermenging mogelijk is.

(ii) *Pand op handelszaak*

Onder het vigerende recht geldt het pand op handelszaak als een mogelijk alternatief voor het vuistpand. In het kader van de kredietverlening via Borrowing Base, is dit alternatief evenwel om de hierna volgende redenen verre van ideaal.

1. De te verpanden handelszaak voor de doeleinden van de wet van 25 oktober 1919 is aan de ene kant te ruim aangezien ze verplicht alle “essentiële bestanddelen” van de handelszaak moet omvatten. Het is met andere woorden niet mogelijk om een pand op handelszaak te vestigen dat uitsluitend betrekking heeft op voorraden¹⁴⁸.

Aan de andere kant is de te verpanden handelszaak ook te eng aangezien zij slechts 50% van de “voorraad” kan omvatten (art. 2 wet 25 oktober 1919). Een kredietverlener zal dus nooit meer dan 50% van de waarde van de “voorraad” kunnen meerekenen voor doeleinden van het bepalen van de waarde van de Borrowing Base. Er kan daarbij nog wel worden aangestipt dat de “voorraad” voor doeleinden van de wet van 25 oktober 1919 enkel afgewerkte producten bestemd voor de verkoop omvat. Tenzij de kredietnemer een handelaar in grondstoffen is, worden grondstoffen dus niet aangezien als “voorraad” en zijn zij bijgevolg niet onderhevig aan de beperking tot 50%¹⁴⁹.

2. Het vestigen van een pand handelszaak is onderhevig aan een registratierecht van 0,50% op het gewaarborgde bedrag, en daarbovenop ook nog aan een loon van de hypotheekbewaarder. Deze rechten kunnen worden vermeden door slechts een mandaat pand han-

delszaak te nemen, maar in dat geval zal de kredietnemer ongetwijfeld een lagere waarde aannemen voor berekening van de Borrowing Base.

3. Het pand op de handelszaak kan van bij het begin enkel worden gevestigd aan kredietinstellingen die een vergunning hebben gekregen in een van de lidstaten van de Europese Unie (art. 7 wet van 25 oktober 1919) en aan bepaalde andere financiële instellingen (KB 9 oktober 1995).

Momenteel stelt deze beperking voornamelijk problemen voor Amerikaanse kredietinstellingen. In het licht van het “Brexit” referendum op 23 juni 2016 is het evenwel mogelijk dat in de nabije toekomst ook Engelse kredietinstellingen geen (nieuwe) panden handelszaak meer zullen kunnen ontvangen.

(c) *Conclusie*

Het voornaamste obstakel voor kredietverlening via Borrowing Base onder het vigerende recht is de verouderde wetgeving voor het nemen van zekerheid op lichamelijke roerende goederen.

3. *Borrowing Base kredietverlening onder de nieuwe Pandwet*

Het bovenvermelde obstakel voor de Borrowing Base kredietverlening zal kortelings verdwijnen. De wet van 11 juli 2013 tot wijziging van het Burgerlijk Wetboek wat de zakelijke zekerheden op roerende goederen betreft en tot opheffing van diverse bepalingen ter zake (de “Pandwet”) zal de wetgeving inzake zekerheid op lichamelijke roerende goederen immers ingrijpend veranderen.

De datum van inwerkingtreding van de Pandwet is te bepalen door de Koning. Oorspronkelijk legde de wetgever een deadline van 1 december 2014 op. Deze is ondertussen evenwel uitgesteld tot 1 januari 2017 krachtens de wet van 26 november 2014. En bij het ter perse gaan van dit artikel circuleerde een voorontwerp van wet dat de uiterlijke datum van inwerkingtreding met nog een aanvullend jaar zal uitstellen.

Het is niet de bedoeling van deze bijdrage om de Pandwet in detail te beschrijven¹⁵⁰. Bedoeling is enkel aan te tonen dat de Pandwet de bestaande juridische obstakels voor kredietverlening via Borrowing Base wegneemt. Daarnaast zullen enkele andere verbeteringen die relevant zijn

148. Zie bv. E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 350, randnr. 521.

149. A. CUYPERS, Artikelsgewijze commentaar Voorrechten bij art. 1-12 W. 25 oktober 1919, randnr. 59.

150. Zie bv. J. BAECK en M. KRUIHOF, *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014 en de bijdragen in de *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten*. Zie verder ook J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, *RW* 2015-16, afl. 31, 1209-1222; J. CATTARUZZA, “Les grands axes de la réforme des sûretés mobilières”, *Forum Financier / Droit Bancaire et Financier* 2013, afl. IV, 183-194; J. DEL CORRAL, “Zekerheidsrechten”, *NJW* 2014, afl. 306, 578-596; W. DERIJCKE, “La réforme des sûretés mobilières”, *TBH* 2013, afl. 8, 691-722; F. GEORGES, “La réforme des sûretés mobilières”, *Revue de la Faculté de droit de l’Université de Liège* 2013, afl. 3-4, 319-368.

voor de Borrowing Base kredietverlening worden belicht. Ten slotte wordt nader ingegaan op de voornaamste rangconflicten na inwerkingtreding van de Pandwet.

3.1. Pandwet als oplossing voor bestaande juridische obstakels

(a) Buitenbezitstelling niet langer vereist

De essentiële vernieuwing van de Pandwet is de vervanging van het (verouderde) pand handelszaak door een (modern) registerpand. Het nieuwe registerpand wordt tegenwerpelijk aan derden door de registratie in een nieuw Nationaal Pandregister, zonder dat enige buitenbezitstelling vereist is¹⁵¹. Derde-pandhouderstructuren (zoals beschreven in paragraaf 2.2(b)(i)(I)) zullen in de toekomst dus niet meer nodig zijn.

Een positief neveneffect is dat lichamelijke roerende goederen die worden vertegenwoordigd door een cognossement of ander waardepapier, eveneens zullen kunnen worden verpand door registratie in het pandregister. Een afgifte van het cognossement aan toonder, of endossement van het cognossement aan order, zal dus niet langer vereist zijn¹⁵².

Uiteraard ontstaat er zo potentieel een risico van conflict met een derde-koper of derde-pandhouder die de verscheepte goederen heeft gekocht of in pand genomen door ontvangst van het cognossement aan toonder of endossement van het cognossement aan order. Dit risico mag echter niet worden overdreven aangezien dit in feite identiek hetzelfde risico is als dat van de inbezitname van niet door een cognossement vertegenwoordigde goederen door een derde-koper of derde-pandhouder. Het cognos-

sement vertegenwoordigt immers louter het bezit (en niet de eigendom) van de verscheepte goederen¹⁵³.

Het conflict zal dan ook *mutatis mutandis* worden opgelost zoals beschreven in paragrafen 3.3(b) en (d)(ii) hieronder.

(b) Geen verdachte periode risico in geval van vervanging van verpande goederen

Het verdachte periode risico bij vervanging van verpande goederen (zoals beschreven in paragraaf 2.2(b)(i)(III) hierboven) zal eveneens verdwijnen. Een registerpand ontstaat immers krachtens de wilsovereenstemming tussen pandgever en pandhouder (art. 2 BW boek III titel XVII¹⁵⁴), en wordt tegenwerpelijk aan derden en neemt rang krachtens en op het moment van de registratie in het Nationaal Pandregister (art. 15 en 57 BW boek III titel XVII). Deze principes gelden niet enkel voor goederen die bestaan op het moment van de wilsovereenstemming / registratie maar ook voor toekomstige goederen (art. 8 BW boek III titel XVII).

Het verwerven van toekomstige goederen leidt bijgevolg niet tot de creatie van een nieuw pandrecht over deze goederen maar eenvoudigweg tot het effectief worden van het reeds bestaande pand met betrekking tot deze goederen¹⁵⁵. Artikel 17, 3^o Faill.W. vindt bijgevolg geen toepassing wat betreft toekomstige goederen verworven tijdens de verdachte periode¹⁵⁶.

Daarentegen valt wel aan te stippen dat het registerpand zich niet zal uitstrekken tot toekomstige goederen verworven na faillissement¹⁵⁷. Dit naar analogie met de rechtsleer inzake toekomstige schuldvorderingen ontstaan

151. De buitenbezitstelling blijft weliswaar voortbestaan als een alternatieve vorm van tegenwerpelijkheid, maar zal voor de praktijk vermoedelijk sterk aan belang inboeten.

152. Aangezien het cognossement louter het bezit van de verscheepte goederen vertegenwoordigt, is de afgifte van het cognossement aan toonder, of endossement van het cognossement aan order, niets meer dan een vorm van bezitsverschiffing. Zie J. HEENEN, *Vente et Commerce Maritime*, Brussel, Etablissements Emile Bruylant, 1952, p. 3 e.v. Door de introductie van de registratie als een alternatieve vorm van tegenwerpelijkheid van het pand, is zulke bezitsverschiffing geen tegenwerpelijkheidsvereiste van het pand meer. Voor zover nodig, wordt deze analyse trouwens bevestigd door het feit dat de Pandwet geen enkel voorbehoud maakt voor het naleven van formaliteiten in verband met waardepapieren, zoals wel wordt gedaan in verband met intellectuele eigendomsrechten (art. 7, laatste lid BW boek III titel XVII).

153. J. HEENEN, *Vente et Commerce Maritime*, Brussel, Etablissements Emile Bruylant, 1952, p. 3 en volgende.

154. Met dien verstande dat, in het geval van een pand door een consument, een geschrift nodig is. Zie art. 4, tweede par. BW boek III titel XVII.

155. Zie Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 38 en zie ook de bespreking in de commissie justitie in de Senaat bij art. 13, Doc 1922/4 en in de commissie justitie in de Kamer bij hetzelfde art. 13, Doc 53 2463/0111.

156. De theorie van het "wisselpand" (zie par. 2.2(b)(i)(C)) zal bijgevolg niet meer relevant zijn. Zie evenwel R. STEENNOT, "Algemene regeling van het pand" in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 39. De genoemde auteur vertrekt van de premisse dat een letterlijke lezing van art. 9, eerste lid BW boek III titel XVII de zakelijke subrogatie enkel toelaat ingeval een schuldvordering in de plaats komt van een verpand goed. Zakelijke subrogatie zou dus niet beschikbaar zijn ingeval nieuwe voorraden in de plaats komen van verpande voorraden. Aangezien dit resultaat tegen de wil van de wetgever zou ingaan, wordt voorgesteld om de zakelijke subrogatie onder zulke omstandigheden toch toe te staan indien de voorwaarden van de theorie van het "wisselpand" zijn voldaan. Mijns inziens gaat deze analyse onder meer voorbij aan het feit dat een goede pandovereenkomst zo zal zijn opgesteld dat zij zowel huidige als toekomstige voorraden tot voorwerp heeft. Het is dan ook helemaal niet nodig om de theorie van de zakelijke subrogatie toe te passen in geval van vervanging van voorraden. Met andere woorden, de nieuwe voorraden zullen onder het pand vallen omdat de pandovereenkomst ook toekomstige voorraden tot voorwerp heeft, en niet omwille van zakelijke subrogatie.

157. J. BAECK, "Het nieuwe pandrecht", RW 2015-16, afl. 31, 1209-1222, randnr. 11; R. STEENNOT, "Algemene regeling van het pand" in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 29; I. PEETERS en P. NOBELS, "Pand op geldsommen en schuldvorderingen" in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 111-137, randnr. 12. Zie ook de bespreking in de commissie justitie in de Senaat bij art. 74, Doc 1922/4.



na faillissement¹⁵⁸. Dit zou in het kader van een Borrowing Base krediet echter geen onoverkomelijk bezwaar mogen zijn aangezien de kredietgever niet kan verplicht worden om na faillissement nog nieuwe leningen toe te kennen¹⁵⁹.

(c) Bescherming in geval van vermenging

De problematiek beschreven in paragraaf 2.2(b)(i)(IV) hierboven wordt opgevangen door het artikel 20 BW boek III titel XVII. Dit artikel bepaalt als volgt: “De vermenging van vervangbare goederen die volledig of gedeeltelijk met een pandrecht zijn bezwaard door een of meer pandgevers, laat het pandrecht onverlet. Zijn er meerdere pandhouders, dan kunnen zij hun pandrecht op de vermengde goederen doen gelden in verhouding tot hun rechten.” Alhoewel de geciteerde passage vooral indachtig het conflict tussen twee pandhouders lijkt geschreven te zijn, moet worden aangenomen dat het principe ook geldt in het (in de praktijk meer relevante) geval van vermenging van verpande goederen met goederen die eigendom zijn van een derde¹⁶⁰. In zulk geval zullen dus enerzijds de pandhouder en anderzijds de derde-eigenaar hun pandrecht respectievelijk eigendomsrecht doen gelden in verhouding tot hun rechten.

Artikel 18 BW boek III titel XVII biedt overigens een gelijkaardige bescherming in geval van contractueel toegestane verwerking van de verpande goederen¹⁶¹. Enkel indien voor de verwerking goederen van derden worden aangewend waarvan de afscheiding onmogelijk of economisch niet verantwoord is, en indien de verpande goederen niet de voornaamste zijn of de grootste waarde hebben, zal het pandrecht vervallen.

(d) Voorwerp registerpand

In tegenstelling tot wat het geval is voor het pand handelszaak (zoals hierboven beschreven in paragraaf 2.2(b)(ii)(I)), kan het voorwerp van het registerpand vrij

bepaald worden tussen pandgever en pandhouder¹⁶². Er is dus geen verplichting meer om noodzakelijkerwijze alle “essentiële bestanddelen” van de handelszaak te verpanden¹⁶³. Bovendien valt de beperking tot 50% van de voorraad weg¹⁶⁴. Er wordt ook uitdrukkelijk voorzien dat een “geheel van goederen” of universaliteit het voorwerp van een pandrecht kan uitmaken.

Minder gelukkig zijn daarentegen de artikels 4, eerste paragraaf en 7, eerste paragraaf BW boek III titel XVII die eisen dat (i) de door het pand bezwaarde goederen “nauwkeurig” worden aangeduid, en (ii) het pandrecht betrekking heeft op een “bepaald” geheel van goederen. De memorie van toelichting¹⁶⁵ verduidelijkt dat deze vereisten onder meer geïnspireerd zijn door de wens om derden die het Nationaal Pandregister consulteren een nauwkeurig beeld van de omvang van het pand te geven.

Uiteraard kan het niet de bedoeling zijn dat elk individueel goed dat deel uitmaakt van het geheel van goederen wordt “bepaald”, laat staan dat dit “nauwkeurig” gebeurt. Dat zou immers elk praktisch nut ontnemen aan de mogelijkheid tot (i) het verpanden van een universaliteit (art. 7 BW boek III boek XVII) en (ii) het verpanden van toekomstige goederen (art. 8 BW boek III boek XVII)¹⁶⁶.

Het is met andere woorden enkel het “geheel van goederen” dat “nauwkeurig” moet worden “bepaald”¹⁶⁷. Zo is er dan ook geen enkel bezwaar tegen het verpanden van een algemeen omschreven categorie goederen zoals bijvoorbeeld “alle goederen op enig moment opgeslagen in de tank gelegen te X” of zelfs “alle lichamelijke roerende goederen op enig moment in eigendom of bezit van de pandgever”¹⁶⁸.

Toch zijn de vereisten van de “bepaaldheid” en “nauwkeurigheid” niet volledig schadeloos. Er zou immers kunnen gearchtueerd worden dat deze vereisten de bepaling van het voorwerp van het pand bij partijbeslissing onmogelijk maken. Dit is vervelend aangezien het, in

158. Zie bv. E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 339, randnr. 504 en Ph. VAN STEENWINKEL en I. PEETERS, “Commentaar bij art. 63 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 2.

159. En doet hij dit toch, dan wordt de daaruit voortvloeiende schuldvordering een boedelschuld.

160. Zie ook J. BAECK, “Commentaar bij art. 20 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 2.

161. Zie J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, RW 2015-16, afl. 31, 1209-1222, randnr. 33, R. JANSEN, “Eigendomsvoorbehoud” in J. BAECK en M. KRUIJTHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 139-166, randnr. 34 en C. VAN DEN BROECK, “Commentaar bij art. 16-18 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 18 voor de onduidelijkheden in verband met de toepassing van art. 570 e.v. BW in geval van niet-toegestane verwerking.

162. Art. 7 BW boek III boek XVII.

163. P. FRANÇOIS, “Commentaar bij art. 7 en 8 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 20.

164. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 38. Zie ook J. CATTARUZZA, “Les grands axes de la réforme des sûretés mobilières”, *Forum Financier / Droit Bancaire et Financier* 2013, afl. IV, p. 187.

165. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 36, 37 en 49.

166. Vgl. P. FRANÇOIS, “Commentaar bij art. 7 en 8 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 15 die terecht stelt dat “enig pragmatisme hier nodig” is.

167. Zie bv. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 19 en 37.

168. Vgl. S. LANDUYT, “Commentaar bij Art. 4 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 8-11.

het kader van een Borrowing Base krediet naar buitenlands recht, niet ongebruikelijk is om het voorwerp van het pand contractueel te definiëren als de goederen die door de kredietnemer / pandgever in zijn Borrowing Base rapport (zie hierboven paragraaf 1.2) zijn opgesomd. De kredietnemer / pandgever beslist met andere woorden zelf welke goederen worden verpand, hetgeen zou kunnen worden gekwalificeerd als een “partijbeslissing”. Deze aanpak hoeft niet noodzakelijk problematisch te zijn voor de kredietgever aangezien het bedrag van het krediet gelieerd zal zijn aan de waarde van de in het Borrowing Base rapport opgesomde (en dus verpande) goederen. Gezien de vereiste “bepaaldheid” en “nauwkeurigheid”, valt echter te verwachten dat kredietgevers in België een conservatievere houding zullen aannemen.

Een alternatieve piste om (min of meer) dezelfde oplossing te bereiken is dat de pandgever al zijn goederen verpand, maar dat er een contractueel mechanisme wordt afgesproken waarbij de pandhouder (op verzoek van de pandgever) van tijd tot tijd bepaalde goederen (die niet opgenomen zijn in de Borrowing Base) kan “vrijgeven”. Indien het doel van deze “vrijgave” is dat de pandgever de goederen wenst te verkopen, dan zal zulke “vrijgave” de vorm aannemen van een instemming met de beschikking onder artikel 24 tweede lid BW boek III titel XVII. Het gevolg van zulke “instemming met de beschikking” is dat de koper de goederen verwerft vrij van het pandrecht (zie paragraaf 3.3(d)(ii) hieronder). De “instemming met de beschikking” is vormvrij en hoeft niet te worden geregistreerd in het pandregister.

Vraag is of deze analyse kan worden doorgetrokken indien het doel van de “vrijgave” is dat de pandgever de goederen aan een derde-kredietverlener in eerste rang wenst te verpanden. Is dit nog altijd een “instemming met de beschikking” onder artikel 24 tweede lid BW boek III titel XVII? Of eerder een wijziging van de pandovereenkomst ingevolge artikel 32 BW boek III titel XVII? Of een partiële verwijdering van de registratie ingevolge artikel 36 BW boek III titel XVII¹⁶⁹? Of een rangafstand ingevolge artikel 38 BW boek III titel XVII? Het praktische

belang zit in het feit dat, in tegenstelling tot de vormvrije “instemming met de beschikking”, de wijziging van de pandovereenkomst, verwijdering van de registratie en de rangafstand elk moeten worden geregistreerd in het pandregister. Het spreekt voor zich dat zulke registraties, indien geregeld van het contractueel mechanisme gebruik wordt gemaakt, weinig praktisch zijn. Hoe het ook zij, de consequenties van het gebrek aan registratie lijken overzichtelijk want beperkt tot de niet-tegenwerpelijkheid van de “vrijgave” ten aanzien van de schuldeisers van de “vrijgevende” pandhouder¹⁷⁰.

(e) Kosten

De Pandwet voorziet niet in de mogelijkheid van een “belasting” voor registratie van een registerpand. De huidige (hoge) proportionele registratierechten verschuldigd in geval van de vestiging van een pand handelszaak (zoals beschreven in paragraaf 2.2(b)(ii)(II)) zullen dus weldra tot het verleden behoren.

Artikel 28 BW boek III titel XVII voorziet slechts in de mogelijkheid voor de Koning om een “retributie” op te leggen. Een retributie heeft evenwel niet tot doel om de begroting te spijzen maar is enkel de billijke vergoeding voor een verschaft dienst¹⁷¹. De parlementaire voorbereiding stelt dan ook uitdrukkelijk dat het bedrag van de retributie niet te hoog mag worden gesteld¹⁷².

(f) Registerpand niet langer beperkt tot EU kredietinstellingen

De in paragraaf 2.2(b)(ii)(III) beschreven beperking op de identiteit van de begunstigde van een pand handelszaak zal worden afgeschaft door de Pandwet. In het licht van de discussie rond de “Brexit”, is deze afschaffing een niet onaanzienlijke stap voorwaarts.

3.2. Overige verbeteringen in de Pandwet

Naast het wegnemen van de bovenvermelde juridische obstakels voor het structureren van een Borrowing Base krediet, brengt de Pandwet nog een aantal andere legis-

169. Vergelijk met de figuur van de partiële handlichting in het hypotheekrecht. Vraag is evenwel of het pandregister een partiële verwijdering van de registratie zal toelaten, gezien zulks niet uitdrukkelijk voorzien is in art. 36 van de Pandwet.

170. Zie R. FRANSIS, “Commentaar bij art. 37 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 5 e.v. en R. FRANSIS, “Commentaar bij art. 38 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 7. Ook derde-overnemers of pandhouders van de gewaarborgde vordering van de “vrijgevende pandhouder” zouden eventueel kunnen aanvoeren dat de niet-geregistreerde “vrijgave” hun niet-tegenwerpelijk is. Het lijkt in de in deze bijdrage beschreven situatie echter onwaarschijnlijk dat deze ter goeder trouw zullen zijn aangezien het “vrijgave” mechanisme contractueel zal voorzien zijn, en dus gekend zou moeten zijn voor de derde-overnemer of pandhouder.

171. Zie J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, RW 2015-16, afl. 31, 1209-1222, randnr. 8. Gezien de kosten die de overheid oploopt voor de (volledig geautomatiseerde) registratie van een pandrecht dat een hoog bedrag waarborgt niet hoger zijn dan die voor registratie van een pandrecht dat een laag bedrag waarborgt, zou men hieruit kunnen concluderen dat er enkel een vaste vergoeding kan worden gevraagd ongeacht de hoogte van het gewaarborgd bedrag.

172. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 48: “Het bedrag van deze retributie mag niet te hoog worden gesteld teneinde de doeltreffendheid van het systeem niet in gevaar te brengen en de kostprijs van het krediet niet ongunstig te beïnvloeden.”



tieke verbeteringen aan die de kredietverlening (via Borrowing Base of anderszins) zullen vergemakkelijken.

(a) Erkenning figuur zekerheidsagent

Een oud zeer in het Belgische zekerheidsrecht is het vestigen van zekerheden ten gunste van een wisselend syndicaat van kredietgevers. De Angelsaksische figuur van de “security trust” waarbij één financiële instelling de zekerheden houdt voor rekening van het wisselende syndicaat, wordt immers niet erkend naar vigerend Belgisch recht¹⁷³. In de praktijk is het dus behelpen met de figuur van de “parallele schuld”. Het gaat hierbij om een contractueel voorzien mechanisme waarbij de zekerheidsagent een parallele schuldvordering op de kredietnemer ontvangt ten belope van het totale bedrag van alle schuldvorderingen van de leden van het syndicaat. Deze figuur is geldig en werkbaar maar heeft als nadeel dat de leden van het syndicaat het risico lopen van de insolventie van de zekerheidsagent.

Artikel 3 BW boek III titel XVII erkent nu uitdrukkelijk de mogelijkheid van een zekerheidsagent om een registerpand te houden voor rekening van een syndicaat van kredietgevers¹⁷⁴. Er hoeft hierbij dus niet langer gebruik te worden gemaakt van het mechanisme van de parallele schuld. Aangezien artikel 3 uitdrukkelijk bepaalt dat alle uit het pand voortvloeiende rechten “behoren tot het vermogen van die begunstigen”, lopen de leden van het syndicaat bovendien niet langer het risico van de insolventie van de zekerheidsagent¹⁷⁵.

Artikel 3 bepaalt ten slotte ook nog dat de zekerheidsagent behoudens andersluidende overeenkomst hoofdelijk aansprakelijk is met de leden van het syndicaat. Gezien de zekerheidsagent enkel kan optreden op instructie en voor rekening van de leden van het syndicaat,

valt het te verwachten dat deze aanvullendrechtelijke bepaling in de praktijk contractueel zal worden weggedongen¹⁷⁶.

(b) Vereenvoudiging uitwinningprocedures

Onder het vigerende recht, impliceert de uitwinning van een handelspand of pand handelszaak noodzakelijkerwijze de verkoop van de verpande goederen (hetzij openbaar hetzij onderhands). Bovendien vereist de uitwinning de voorafgaande toestemming van de voorzitter van de rechtbank van koophandel¹⁷⁷.

De Pandwet¹⁷⁸ brengt ook op dit vlak aanzienlijke vereenvoudiging door de pandhouder toe te laten op eigen gezag het pand uit te winnen¹⁷⁹. Een eventuele rechterlijke controle kan uiteraard *a posteriori* gebeuren op initiatief van de pandgever¹⁸⁰. Zulke controle kan evenwel enkel resulteren in schadevergoeding en zal in geen geval de positie van de derde-koper te goeder trouw veront-rusten¹⁸¹.

De pandhouder wordt verplicht om de uitwinning te goeder trouw en op economisch verantwoorde wijze te organiseren, zonder dat hij daarbij zijn aansprakelijkheid kan beperken. De bewijslast van de tekortkoming van de pandhouder berust evenwel bij de pandgever¹⁸². De aansprakelijkheid van de pandhouder kan slechts worden weerhouden indien zijn handelswijze kennelijk, dus zonder redelijke discussie, als onzorgvuldig dient te worden beschouwd¹⁸³.

De Pandwet laat zelfs toe om in de pandovereenkomst overeen te komen dat de pandhouder zich bij wanprestatie de verpande goederen kan toe-eigenen¹⁸⁴. De pandovereenkomst moet dan wel bepalen dat “de waarde van de goederen op de dag van toe-eigening zal worden vastgesteld door een deskundige en, voor goederen die verhan-

173. Tenzij in het kader van de Wet Financiële Zekerheden van 15 december 2014, art. 5.

174. Art. 3 stelt als voorwaarde dat de “identiteit van de begunstigen kan worden vastgesteld aan de hand van de overeenkomst”. Deze voorwaarde mag niet te strikt worden geïnterpreteerd. Zo is er bijvoorbeeld aan voldaan als de pandovereenkomst bepaalt dat zij wordt afgesloten voor rekening van alle huidige en toekomstige financiële instellingen die nu of in de toekomst kredietgever zijn of zullen zijn onder een nader gedefinieerd krediet. Zie J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, *RW* 2015-16, afl. 31, 1209-1222, voetnoot 19; J. CATTARUZZA, “Les grands axes de la réforme des sûretés mobilières”, *Forum Financier / Droit Bancaire et Financier* 2013, afl. IV, 183-194, voetnoot 39; R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 19; S. VAN LOOCK, “Commentaar bij Art. 3 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 11.

175. Zie ook Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 19 en 35 en S. VAN LOOCK, “Commentaar bij Art. 3 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 15.

176. S. VAN LOOCK, “Commentaar bij Art. 3 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 13.

177. Zie art. 4 tot 10 Wet 5 mei 1872 en art. 12 Wet 25 oktober 1919.

178. Voor een gedetailleerde analyse van de nieuwe bepalingen zie E. DIRIX, “Commentaar bij art. 47-59 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*.

179. Art. 47 BW boek III titel XVII. Er is een uitzondering in geval de pandgever consument is. Bovendien zal de pandhouder zich, in geval van weigering van de pandgever om de verpande goederen af te geven, toch tot de rechter moeten wenden overeenkomstig art. 47 en 54 BW boek III titel XVII.

180. Art. 56 BW boek III titel XVII.

181. E. DIRIX, “Commentaar bij art. 47-59 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 19.

182. Art. 47 BW boek III titel XVII.

183. E. DIRIX, “Commentaar bij art. 47-59 Pandwet” in *Artikelsgewijze Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 16 en 19.

184. Art. 53 BW boek III titel XVII.

deld worden op een markt, volgens de marktprijs”. Het feit dat de waarde moet worden bepaald op de dag van toe-eigening impliceert noodzakelijkerwijze dat de toe-eigening effectief zal zijn (en dat de pandhouder dus de eigendom over de verpande goederen zal verwerven) voordat de waardering is afgerond. Voordeel is dat de uitwinning niet onnodig vertraagd wordt. Nadeel is dat de pandhouder het risico loopt dat de deskundige de goederen uiteindelijk aan een hogere waarde waardeert dan de prijs die de pandhouder ontvangt bij doorverkoop.

(c) Afschaffing vereiste geregistreerde akte (burgerlijk pand)

Een andere verbetering is de afschaffing van het onderscheid tussen handelspand en burgerlijk pand en, daaraan gekoppeld, de afschaffing van de vereiste van een geregistreerde akte voor het burgerlijk pand. Het grote voordeel hiervan is niet zozeer het uitsparen van de registratierechten (die beperkt zijn) maar eerder dat op deze wijze ook door burgerlijke vennootschappen met een Engelstalige pandovereenkomst kan worden gewerkt.

3.3. Conflicten met derden

Hieronder volgt een overzicht van de voor de Borrowing Base kredietverlening (financieel) meest relevante conflicten met bevoorrechte of anderszins bijzonder gewaarborgde derden¹⁸⁵.

(a) Andere registerpandhouders

In geval van meervoudige verpanding, zal de rangorde tussen registerpandhouders worden bepaald naar de datum van registratie¹⁸⁶. Gezien de Borrowing Base kredietgever steeds het Nationaal Pandregister zal consulteren vooraleer een registerpand te nemen, leidt deze regel tot een bevredigend resultaat.

(b) Houder van een vuistpand

Het conflict tussen de houder van een registerpand en de houder van een vuistpand wordt eveneens opgelost door de regel van de anterioriteit. Met name wordt de datum van bezitsverkrijging door de houder van het vuistpand vergeleken met de datum van registratie door de houder van het registerpand¹⁸⁷.

Het lijkt waarschijnlijk dat de Borrowing Base kredietverlener zal voorgaan op een houder van een vuistpand. De Borrowing Base kredietverlener zal immers een pand over een algemeenheid van (zichzelf constant vervangende) huidige en toekomstige goederen nemen en dit pand dadelijk registreren. De houder van een vuistpand daarentegen kan toekomstige goederen uiteraard pas in bezit nemen op het moment dat zij ontstaan.

Vraag is wel in welke mate deze redenering kan doorgetrokken worden indien het vuistpand over de toekomstige goederen voldoet aan de voorwaarden van het “wisselpand” (zie paragraaf 2.2(b)(i)(III) hierboven). Moet in zulk geval de datum van registratie van het registerpand vergeleken worden met de datum van bezitsverkrijging over de toekomstige goederen, of met de datum van bezitsverkrijging over de initieel verpande goederen?

Ten slotte valt nog op te merken dat deze regels *mutatis mutandis* van toepassing zijn als de verpande goederen het voorwerp uitmaken van een cognossement¹⁸⁸. In dat geval zal de anterioriteitsregel worden ingevuld door een vergelijking van de datum van registratie van het registerpand met de datum van ontvangstneming van het cognossement aan toonder of endossement van het cognossement order. Opnieuw kan verwacht worden dat de Borrowing Base kredietverlener zal voorgaan.

(c) Houder van een pand handelszaak

De overgangsbepalingen van de Pandwet¹⁸⁹ voorzien dat de houder van een pand handelszaak zijn rang behoudt indien hij binnen de twaalf maanden na inwerkingtreding van de Pandwet een pandrecht op de bezwaarde goederen heeft geregistreerd.

Gedurende deze initiële periode van twaalf maanden kan een Borrowing Base kredietgever dus overwegen om niet enkel het Nationaal Pandregister te consulteren om eventuele bestaande registerpanden te identificeren, maar ook de registers van de bevoegde hypotheekbewaarder in verband met eventuele bestaande panden handelszaak die nog niet zijn geregistreerd in het Nationaal Pandregister.

(d) Derden-eigenaars

Het conflict met een derde die het eigendomsrecht over een verpand goed claimt, kan zich op twee manieren

185. Afhankelijk van de feitelijke omstandigheden, kunnen er nog andere voorrechten relevant zijn.

186. Art. 57 BW boek III titel XVII.

187. Art. 15 en 57 BW boek III titel XVII. De mogelijke kennis van het bestaan van het pandrecht speelt geen rol. Zie memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 23.

188. Zie paragraaf 3.1(a) hierboven.

189. Art. 107 BW boek III titel XVII.



stellen. De eerste manier is dat de derde reeds eigenaar was op het moment van verpanding. De tweede manier is dat de derde beweert eigenaar te zijn geworden na datum van, en niettegenstaande, de verpanding.

(i) *Verpanding door een niet-eigenaar*

In het eerste geval zal de inpandgeving van een goed dat eigendom is van een derde, toch geldig zijn indien de pandgever bevoegd was de goederen te verpanden of, indien hij niet bevoegd was, indien de pandhouder “bij het sluiten van de overeenkomst redelijkerwijze mocht veronderstellen dat de pandgever tot verpanding bevoegd was”¹⁹⁰. De goede trouw wordt vermoed en het is dus aan de werkelijke eigenaar om de kwade trouw van de pandhouder aan te tonen¹⁹¹.

In het kader van een Borrowing Base krediet lijkt de praktische draagwijdte van bovenstaande regel vooral te vinden in eerder extreme gevallen (bv. fraude¹⁹²). Goederen verkocht onder eigendomsvoorbehoud genieten immers van een afzonderlijk regime (cf. paragraaf 3.3(f) hieronder)¹⁹³. De regel zou wel kunnen worden toegepast op conflicten met een leasinggever, maar leasing lijkt minder gebruikelijk voor de vlottende activa die typisch via Borrowing Base worden gefinancierd.

Hoe het ook zij, de relevante pandovereenkomst zal nauwkeuring moeten worden opgesteld om te vermijden dat de kredietgever ongewenst de bescherming van bovenstaande regel verliest. Zo mag het voorwerp van de pandovereenkomst zeker niet worden beperkt tot

goederen eigendom van de pandgever. Zulke beperking sluit immers impliciet alle goederen eigendom van derden uit, zelfs als de pandhouder redelijkerwijze kon veronderstellen dat de pandgever bevoegd was deze goederen te verpanden.

(ii) *Overdracht van verpande goederen*

In principe geniet de pandhouder van een volgrecht in geval van overdracht van verpande goederen¹⁹⁴.

De Pandwet kent de pandgever evenwel het recht toe vrij over de verpande goederen te beschikken binnen een normale bedrijfsuitoefening, behoudens anders overeengekomen¹⁹⁵. De pandhouder krijgt dus geen volgrecht op verpande goederen die worden overgedragen binnen een normale bedrijfsuitoefening of anderszins met toestemming van de pandhouder¹⁹⁶. Dit is logisch aangezien de pandgever de verpande goederen moet te gelde maken om zijn krediet af te betalen. Het pandrecht strekt zich overigens uit tot de schuldvordering van de pandgever ten aanzien van de overnemer die het gevolg is van de overdracht (zakelijke subrogatie)¹⁹⁷.

Daarnaast sluit de Pandwet eveneens het volgrecht van de pandhouder uit indien de overnemer zich kan beroepen op artikel 2279 BW¹⁹⁸. De registratie in het Nationaal Pandregister sluit evenwel de toepassing van artikel 2279 uit ten aanzien van rechtsverkrijgers onder bijzondere titel van de pandgever die handelen in het raam van hun bedrijf of beroep¹⁹⁹. De memorie van toelichting knoopt het concept van het “handelen in het raam van hun bedrijf

190. Art. 6 BW boek III titel XVII. Niettegenstaande de wet uitdrukkelijk stelt dat de test van het redelijkerwijze veronderstellen wordt afgenomen “bij het sluiten van de overeenkomst”, kan evenwel worden aangenomen dat bij verpanding van toekomstige goederen de datum van inbezitname door de pandgever als testdatum geldt. De achtergrond van de test is immers het principe van art. 2279 BW (cf. E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 314, randnr. 465). En uiteraard zou het absurd zijn om veronderstellingen te maken omtrent de bevoegdheid tot verpanding van een goed dat nog niet eens bestaat.

191. E. HELLEBUYCK, “Commentaar bij art. 6 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 6. Zie verder R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 22 voor een verdere analyse van de goede trouw vereiste.

192. In geval de goederen in het bezit van de pandgever zijn gekomen ten gevolge van een strafrechtelijk vergrijp (bv. diefstal), kan de vraag gesteld worden of art. 6 de pandhouder die vervolgens ter goeder trouw een pand over de gestolen goederen neemt beschermt tegen eventuele strafrechtelijke terugvordering en sancties van nietigheid (voor een recent voorbeeld zie Cass. 3 september 2013, *TRV-RPS* 2016, afl. 3, p. 271, noot J. HUYSMANS). Onder het vigerende recht, is er voor het specifieke geval van de diefstal een bijzonder regime voorzien in art. 2279 tweede paragraaf BW. Zulk bijzonder regime is evenwel niet overgenomen in de Pandwet. Er kan dan ook worden aangenomen dat art. 6 BW boek III titel XVII de pandhouder ter goeder trouw zelfs tegen de strafrechtelijke terugvordering en nietigheid zal beschermen. Zie E. HELLEBUYCK, “Commentaar bij art. 6 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 7; R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 23.

193. *Contra* E. HELLEBUYCK, “Commentaar bij art. 6 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 3.

194. R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 42 stelt de vraag of, indien het pandrecht een universaliteit (bv. handelszaak) betreft, het volgrecht enkel speelt in geval van overdracht van universaliteit of ook in het geval van een overdracht van individuele bestanddelen van de universaliteit. De vraag is begrijpelijk gezien de historische van de wet pand handelszaak. Het antwoord is echter duidelijk dat de Pandwet zulk onderscheid niet maakt en dat het volgrecht bijgevolg in beide gevallen speelt.

195. Art. 21 BW boek III titel XVII.

196. Art. 24 BW boek III titel XVII. Zie ook J. BAECK, “Commentaar bij art. 21 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 6, hetgeen de situatie bespreekt waarbij de pandovereenkomst de mogelijkheid tot beschikking “binnen een normale bedrijfsvoering” uitsluit. Volgens deze auteur kunnen derden-verkrijgers die niet wisten en ook niet behoorden te weten dat het de pandgever niet toegelaten was om binnen een normale bedrijfsvoering over de bezwaarde goederen te beschikken of de bescherming van art. 2279 BW inroepen.

197. Art. 9 BW boek III titel XVII. In het kader van een Borrowing Base krediet, zal een kredietgever echter aandringen op een zelfstandig pand op schuldvorderingen eerder dan te vertrouwen op zulke zakelijke subrogatie.

198. Art. 24 BW boek III titel XVII.

199. Art. 25 BW boek III titel XVII.

of beroep” op aan het onderscheid tussen particulieren en professionele derden²⁰⁰. Het lijkt eerder onwaarschijnlijk dat, in het kader van een Borrowing Base krediet, verpande goederen buiten de normale bedrijfsuitoefening worden verkocht aan particulieren.

Wel moet worden aangestipt dat de toepassing van artikel 2279 BW enkel wordt uitgesloten voor de professionele derde die de verpande goederen rechtstreeks van de pandgever verwerft (d.i. een eerste koper). Een tweede koper die de verpande goederen van de eerste koper verwerft, kan zich dus wel beroepen op artikel 2279 BW²⁰¹. Dit is begrijpelijk aangezien de tweede koper niet noodzakelijk een volledige oorsprong van eigendom zal hebben, en er van hem dus niet kan verwacht worden dat hij een opzoe-king in het Nationaal Pandregister op alle rechtsvoorgangers van zijn verkoper doet²⁰². Voor de snel verhandelbare activa die typisch worden opgenomen in een Borrowing Base, vermindert dit evenwel de waarde van het volgrecht.

Ten slotte valt nog op te merken dat deze regels *mutatis mutandis* van toepassing zijn als de verpande goederen het voorwerp uitmaken van een cognossement²⁰³. Dit impliceert dus dat de derde-koper die verschepte goederen verwerft via afgifte of endossement van een cognossement er (althans in geval van een verkoop die mogelijk niet in de normale bedrijfsuitoefening kadert) goed aan zal doen het pandregister te consulteren.

(e) Retentierecht

Een retentierecht voor een schuldvordering tot behoud van de zaak zal, zoals in paragraaf 3.3(j) hieronder aangegeven, voorrang hebben op alle pandhouders²⁰⁴. Een “gewoon” retentierecht dat niet verbonden is aan een schuldvordering tot behoud, geniet niet van deze super-

prioriteit. Een typisch geval betreft bijvoorbeeld de schuldvordering voor opslag van goederen.

Zulk “gewoon” retentierecht zal onder de Pandwet evenwel aanleiding geven tot een preferentieel recht van pandhouder²⁰⁵, dat tegenwerpelijk is aan de schuldeisers van de schuldenaar en aan derden die een recht op het goed hebben verkregen nadat de retentor de feitelijke macht over het goed heeft verworven (zoals bv. een registerpand van latere datum)²⁰⁶. Bovendien is het retentierecht zelfs aan derden met een ouder recht (zoals bv. een registerpand van vroegere datum) tegenwerpelijk op voorwaarde dat de retentor “bij de inontvangstneming van het goed mocht aannemen dat de schuldenaar bevoegd was om dit goed aan een retentierecht te onderwerpen”²⁰⁷. De memorie van toelichting verduidelijkt dat de geciteerde passage impliceert dat het retentierecht tegenwerpelijk is aan de eigenaar van de goederen maar niet aan een hypotheekhouder wiens recht is gepubliceerd²⁰⁸. Op deze basis, kan worden geargumenteed dat het retentierecht evenmin tegenwerpelijk is aan een registerpandhouder wiens recht voordien is gepubliceerd²⁰⁹. Vraag is of deze argumentatie ook opgaat indien de retentor het verpande goed ontving binnen de normale bedrijfsvoering. De pandgever kan immers vrij over zijn goederen beschikken binnen zulke normale bedrijfsvoering (art. 21 BW boek III titel XVII)²¹⁰.

De Borrowing Base kredietverlener zal er dus goed aan doen rekening te houden met de mogelijkheid dat een (zelfs later gevestigd) retentierecht prioriteit verwerft.

(f) Onbetaalde verkoper

De onbetaalde verkoper die zich de eigendom heeft voorbehouden en de bevoorrechte verkoper gaan onder de

200. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 46 en 47. Zie ook R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 43.

201. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 47.

202. Zie ook J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, *RW* 2015-16, afl. 31, 1209-1222, randnr. 31; R. STEENNOT, “Algemene regeling van het pand” in J. BAECK en M. KRUIHOF (eds.), *Het nieuwe zekerheidsrecht*, 2014, 27-77, randnr. 43.

203. Zie paragraaf 3.1(a) hierboven.

204. Art. 58 BW boek III titel XVII.

205. Art. 76 BW boek III titel XVII.

206. Art. 75 BW eerste paragraaf boek III titel XVII.

207. Art. 75 BW tweede paragraaf boek III titel XVII.

208. Memorie van toelichting bij het wetsontwerp, doc 53 2463/001, p. 32 en 72.

209. Hetgeen overigens ook kan worden geargumenteed vanuit het feit dat het retentierecht onder de Pandwet aanleiding geeft tot een preferentieel recht van pandhouder (art. 76 BW boek III titel XVII) en dat conflicten tussen pandhouders (behoudens superprioriteit ingevolge art. 58 BW boek III titel XVII) worden opgelost op basis van de anterioriteitsregel (art. 57 BW boek III titel XVII).

210. Zie E. DIRIX, “Commentaar bij art. 73 t.e.m. 75 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 8.



Pandwet elk onvoorwaardelijk voor op de pandhouder²¹¹

Het eigendomsvoorbehoud is onder de Pandwet overigens niet langer voorbehouden aan de verkoper maar “kan worden uitgeoefend ongeacht de juridische aard van de overeenkomst waarin het is opgenomen”²¹². Ook in geval van een ruil of een gemengd contract verkoop-aaneming zal dus een eigendomsvoorbehoud kunnen worden overeengekomen²¹³. Bovendien geniet het eigendomsvoorbehoud onder de Pandwet van dezelfde bescherming tegen vermenging en verwerking als beschreven in paragraaf 3.1(c) hierboven (art. 70 BW boek III titel XVII). Ten slotte zal het eigendomsvoorbehoud onder de Pandwet zelfs in geval van onroerendmaking door incorporatie behouden blijven, op voorwaarde evenwel van registratie in het pandregister (art. 71 BW boek III titel XVII)²¹⁴.

Men kan hierbij toch de bedenking maken dat, eerder dan de wildgroei van voorrechten te beperken zoals oorspronkelijk de intentie was, de wetgever uiteindelijk de positie van de belangrijkste bevoorrechte schuldeiser (d.i. de verkoper met of zonder eigendomsvoorbehoud) niet enkel heeft bevestigd maar bovendien nog eens aanzienlijk heeft verstevigd.

Zonder hierbij een standpunt in te nemen rond de wenselijkheid van deze versteviging van de rechten van de verkoper, zal één en ander in elk geval terdege in rekening moeten worden genomen door de Borrowing Base kredietverlener. Een deel van de waarde van de Borrowing Base die de kredietverlener in aanmerking neemt om krediet te verlenen, zal immers wegvloeien in betaling van de prijs van de in de Borrowing Base opgenomen goederen.

Eén oplossing is om contractueel te bepalen dat enkel

goederen waarvan de prijs integraal is betaald in de Borrowing Base (die in aanmerking komt voor de bepaling van het te ontlene bedrag), kunnen worden opgenomen. Een andere oplossing is om contractueel te voorzien dat de waarde van de Borrowing Base wordt verminderd met het totaalbedrag van de nog uitstaande prijs van alle in de Borrowing Base opgenomen goederen.

(g) Onderaannemer

Het (overigens uitgebreide²¹⁵) voorrecht van de onderaannemer zal onder de Pandwet van dezelfde prioriteit genieten als het voorrecht van de onbetaalde verkoper²¹⁶. Gezien het onderpand van het voorrecht van de onderaannemer de schuldvordering van de aannemer op de bouwheer is, zal dit voorrecht evenwel enkel een pand op schuldvorderingen kunnen verontrusten.

(h) Verhuurder

Het nieuwe registerpand kan (net zoals het huidige pand handelszaak) in conflict komen met het voorrecht van de verhuurder. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn als de opslagplaats waarin de verpande lichamelijke roerende goederen worden opgeslagen door de pandgever gehuurd wordt.

Artikel 57 BW boek III titel XVII voorziet geen uitdrukkelijke oplossing voor dit conflict. Er kan evenwel worden aangenomen dat op dit punt aansluiting dient te worden gezocht bij de rechtspraak in verband met het rangconflict tussen het pand handelszaak en het voorrecht van de verhuurder²¹⁷. Deze rechtspraak trancheert het conflict op basis van de anterioriteitsregel waarbij de datum van inschrijving van het pand handelszaak wordt vergeleken

211. Art. 58 BW boek III titel XVII. Vreemd genoeg is de Pandwet op dit (nochtans belangrijke) punt intern inconsistent. Art. 57, eerste paragraaf, laatste zin BW boek III titel XVII bepaalt immers dat de pandhouder hetzelfde recht geniet als dit toegekend aan de vervoerder door art. 23 en 25 van de Hypotheekwet. Art. 23 eerste paragraaf van de Hypotheekwet wordt door de Pandwet vervangen als volgt: “De vervoerder heeft de voorrang boven de verkoper van het roerende goed dat tot pand strekt, behalve indien hij bij ontvangst wist dat de prijs ervan nog verschuldigd was.” Zie J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, *RW* 2015-16, afl. 31, 1209-1222, voetnoot 114 en W. DERIJCKE, “La réforme des sûretés mobilières”, *TBH* 2013, afl. 8, 691-722, randnrs. 79 en 80. Deze inconsistentie lijkt zijn oorsprong te vinden in het feit dat in het wetsontwerp art. 58 BW boek III titel XVII oorspronkelijk enkel een superprioriteit van de verkoper onder eigendomsvoorbehoud voorzorg en dus niet van de gewone bevoorrechte verkoper. Toen de superprioriteit tijdens de parlementaire werkzaamheden werd uitgebreid tot de bevoorrechte verkoper werd de inconsistentie met art. 57 over het hoofd gezien. Gezien deze historiek dient in elk geval voorrang te worden gegeven aan het art. 58. De bevoorrechte verkoper zal dus altijd voorgaan op de pandhouder, zelfs als de pandhouder niet wist dat de prijs nog verschuldigd was. Zie F. GEORGES, “La réforme des sûretés mobilières”, *Revue de la Faculté de droit de l’Université de Liège* 2013, afl. 3-4, 319-368 randnr. 86.

212. Art. 69 BW boek III titel XVII.

213. Amendement Nr. 20, Doc 53 2463/003 en Verslag namens de Commissie, Doc 53 2463/005, art. 79. Zie ook F. GEORGES, “La réforme des sûretés mobilières”, *Revue de la Faculté de droit de l’Université de Liège* 2013, afl. 3-4, 319-368, randnr. 71; E. HELLEBUYCK, “Commentaar bij art. 69 Pandwet” in *Commentaar Voorrechten en Hypotheken*, randnr. 8.

214. Zie A. ASPERS en D. GRUYAERT, “Eigendomsvoorbehoud en onroerende incorporatie volgens de nieuwe Pandwet: welk nieuws onder de zon?”, *TPR* 2015, p. 83-124.

215. Art. 91 Pandwet.

216. Art. 58 BW boek III titel XVII.

217. A. CUYPERS, Artikelsgewijze commentaar Voorrechten bij art. 1-12 W. 25 oktober 1919, randnr. 87; E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 362, randnr. 538; F. T’KINT, *Sûretés et principes généraux du droit de poursuite des créanciers*, 2004, Larcier, p. 232-234, randnrs. 449 en 450.

met de datum waarop de huurovereenkomst effectief uitvoering heeft gekregen²¹⁸.

Na de inwerkingtreding van de Pandwet zal het dus de datum van registratie van het registerpand zijn die zal worden vergeleken met de datum waarop de huurovereenkomst effectief uitvoering heeft gekregen. De Borrowing Base kredietverlener zal dus de prioriteit van alle op datum van pandvestiging reeds uitgevoerde huurovereenkomsten in rekening brengen bij het bepalen van de waarde van de Borrowing Base.

(i) Vervoerder

Ook het voorrecht van de vervoerder kan in conflict komen met het nieuwe registerpand. Artikel 57 BW boek III titel XVII voorziet geen uitdrukkelijke oplossing voor dit conflict. Er kan evenwel aansluiting worden gezocht bij de oplossingen die hierboven werden beschreven in verband met het retentierecht (paragraaf 3.3(e)) of het voorrecht van de verhuurder (3.3(h)). Het voorrecht van de vervoerder geeft immers aanleiding tot een retentierecht en wordt, net zoals het voorrecht van de verhuurder, omschreven als een stil pandrecht²¹⁹. Gezien zowel het conflict met het retentierecht als dat met het voorrecht van de verhuurder in principe wordt opgelost op basis van de anterioriteitsregel, is het dus logisch dezelfde regel toe te passen bij het conflict met de vervoerder. Men zal daarbij de datum van registratie vergelijken met de datum van inontvangstneming door de vervoerder.

Gezien het bovenstaande, is het zeer waarschijnlijk dat de Borrowing Base kredietverlener zal voorgaan op de vervoerder. De Borrowing Base kredietverlener zal immers

een pand over een algemeenheid van (zichzelf constant vervangende) huidige en toekomstige goederen nemen en dit pand dadelijk registreren. De vervoerder daarentegen kan toekomstige goederen uiteraard pas in ontvangst nemen op het moment dat zij ontstaan.

(j) Gerechtskosten / kosten tot behoud

Gerechtskosten (art. 21 Hypotheekwet) en kosten tot behoud (art. 22 Hypotheekwet) hebben uiteraard voorrang op het registerpand²²⁰. Er kan verwacht worden dat de Borrowing Base kredietverlener deze kosten in rekening brengt bij het waarden van de activa opgenomen in de Borrowing Base (zie paragraaf 1.2 hierboven). Wat de kosten tot behoud betreft, zal een concrete analyse van de feitelijke situatie nuttig zijn. De rechtspraak is immers relatief ruim en rekent niet enkel kosten van “redding” als kosten van behoud maar ook bijvoorbeeld kosten van bewaking van voorraden, en kosten van levering van energie aan koelruimten waardoor de voorraad voor het bederf werd behoed²²¹.

(k) Algemeen bevoorrechte schuldeiser

De houder van een registerpand heeft uiteraard voorrang op algemeen bevoorrechte schuldeisers (art. 26 Hypotheekwet)²²².

4. Conclusie

Eens in werking getreden, zal de nieuwe Pandwet het structureren van Borrowing Base kredieten aanzienlijk vergemakkelijken. Er kan dan ook verwacht worden dat dit type kredieten in België aan belang zal winnen.

De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?

Tom BOEDTS, General Counsel, Febelfin VZW

“It is our responsibility, as central bankers and regulators, to strike the right balance between the obvious benefits that digital innovation can bring to the financial sector, and the need for an adequate framework to mitigate risks

and guarantee financial stability. The search for this subtle balance can best be represented as a trinity comprising innovation, stability and regulation”²²³.

218. Het gebruik van de anterioriteitsregel werd in het kader van het conflict met het pand handelszaak reeds verantwoord op basis van het feit dat het voorrecht van de verhuurder wordt aanzien als een stil pandrecht. Deze verantwoording blijft relevant gezien art. 57 BW boek III titel XVII het conflict tussen pandhouders nog steeds oplost op basis van de anterioriteitsregel.

219. E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 206 en 207, randnr. 303; F. T'KINT, *Sûretés et principes généraux du droit de poursuite des créanciers*, 2004, Larcier, p. 235-236, randnrs. 454 en 456.

220. Art. 57 en 58 BW boek III titel XVII.

221. Zie E. DIRIX, *Zekerheidsrechten*, 2006, Wolters Kluwer Belgium, p. 171 randnr. 252.

222. Bv. J. BAECK, “Het nieuwe pandrecht”, *RW* 2015-16, afl. 31, 1209-1222, randnrs. 28 en 46.

223. François Villeroy de Galhau, gouverneur Banque de France, toespraak bij de voorstelling van de studie *Financial Stability in the Age of Digital Industry* (18 april 2016 (https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Communiqués_et_discours_des_autorités_de_la_Banque/Speech-FVG-Europlace-NY-20160418.pdf)).