

EU REPARATIONS LOAN FÜR DIE UKRAINE:

RECHTLICHE RISIKOANALYSE FÜR EUROPA UND GROSSBRITANNIEN

1. WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Am 3. Dezember 2025 [stellte die EU-Kommission](#) ihren bislang ehrgeizigsten Vorschlag zur Deckung des langfristigen Finanzierungsbedarfs der Ukraine vor: einen zweiteiligen Plan zur Sperrung der Vermögenswerte und Reserven der russischen Zentralbank (RZB) – bis Russland seinen Angriffskrieg beendet und Reparationen an die Ukraine zahlt – in Verbindung mit einem Reparationskredit („Reparations Loan“) in Höhe von bis zu 210 Milliarden Euro, der über vier Jahre in Tranchen ausgezahlt werden soll. Der Reparations Loan sieht vor, die Barguthaben zu verwenden, die sich nach der Sperrung der RZB-Vermögenswerte im Jahr 2022 bei EU-Finanzinstituten – insbesondere bei der in Belgien ansässigen Euroclear – angesammelt haben.

Der erste Teil des Plans, die unbefristete Einfrierung der Reserven der RZB, wurde am 12. Dezember 2025 als [Verordnung \(EU\) 2025/2600 des Rates](#) („Immobilisierungsverordnung“) in Kraft gesetzt. Über den Vorschlag für das Reparationsdarlehen soll diese Woche, am 18. und 19. Dezember 2025, abgestimmt werden.

Das Vereinigte Königreich hat Pläne [angekündigt](#), einen ähnlichen Ansatz für etwa 8 Milliarden Pfund an immobilisierten russischen Staatsgeldern, die im Vereinigten Königreich gehalten werden, zu verabschieden.

Gegner stellen die Rechtmäßigkeit des Vorschlags in Frage und verweisen auf das Risiko von Rechtsansprüchen seitens Russlands oder der RZB wegen „Enteignung“ von Vermögenswerten. Die Kommission ist der Ansicht, dass der Vorschlag rechtmäßig ist und keine Beschlagnahme darstellt. Dies wurde von einer Reihe renommierter Wissenschaftler und Praktiker bestätigt.¹

Dieses Papier befasst sich mit (i) den Prozessrisiken der Immobilisierungsverordnung und (ii) den möglichen zusätzlichen Prozessrisiken, die sich aus der Verabschiedung des Vorschlags für ein Reparationsdarlehen ergeben. Es kommt zu dem Schluss, dass zwar am 12. Dezember 2025 bestimmte theoretische Prozessrisiken im Rahmen der Immobilisierungsverordnung entstanden sein mögen, **die Verabschiedung des Teils des Vorschlags, der das Reparationsdarlehen betrifft, jedoch kaum zusätzliche Prozessrisiken mit sich bringen wird, da der RZB keine weiteren Verluste entstehen würden.**

Jegliche angeblichen Verluste und Schäden, die sich aus der Unfähigkeit der RZB ergeben sollen, ihre Vermögenswerte zu nutzen, wären bereits im Rahmen der ursprünglichen und aller nachfolgenden Entscheidungen entstanden, die Transaktionen mit ihren Vermögenswerten blockiert haben, was schließlich zur Immobilisierungsverordnung vom 12. Dezember führte, die die Vermögenswerte der RZB bis zum Ende des Krieges Russlands und der Rückzahlung der Schulden an die Ukraine effektiv einfror. Der Rest des Reparations-Loan-Programms ist im Wesentlichen eine interne Angelegenheit des EU-Bank- und Finanzwesens. Jegliches

¹ Siehe die [Stellungnahme](#) von Francis Biesmans (Ökonom und Statistiker, emeritierter Professor, Universität Lothringen); Samuel Cogolati (Doktor der internationalen Rechtswissenschaften, KU Leuven); Paul De Grauwe (Professor, John Paulson-Lehrstuhl für Europäische Politische Ökonomie, London School of Economics); Pierre Klein (Professor, Zentrum für internationales Recht, ULB); André Lange (Vorstandsmitglied des Vereins „Für die Ukraine, für ihre Freiheit und unsere“); Gerard Roland (ehemaliger E. Morris Cox-Professor für Wirtschaftswissenschaften und Professor für Politikwissenschaften an der UC Berkeley und der ULB).

zusätzliche Prozessrisiko, das durch die Verabschiedung des Reparations-Loan-Vorschlags entstehen könnte, ist vernachlässigbar.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich zwar denkbare Prozessrisiken aus den bestehenden Sanktionen und der Verabschiedung der Immobilisierungsverordnung ergeben haben. Diese Risiken sind indes gering, und die Verabschiedung des restlichen EU-Pakets, das das Reparationsdarlehen umfasst, scheint aus den folgenden Gründen kein oder nur ein geringfügig zusätzliches Risiko mit sich zu bringen:

1. **Russische Gerichte:** Urteile russischer Gerichte würden in der EU oder im Vereinigten Königreich aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder mangels Zuständigkeit nicht anerkannt oder vollstreckt, sofern die betroffenen Beklagten sich nicht freiwillig der Zuständigkeit russischer Gerichte unterwerfen (einschließlich der Verteidigung gegen die Klage in der Sache, im Gegensatz zur bloßen Rüge der Zuständigkeit).
2. **Nationale Gerichte.** Es ist unwahrscheinlich, dass Russland oder die RZB Klage vor nationalen Gerichten in der EU oder im Vereinigten Königreich erhebt, da dies das Risiko eines damit einhergehenden Verzichts auf Staatenimmunität innerhalb eines solchen Prozesses mit sich bringen würde.
3. **Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH).** Jede Schadensersatzklage Russlands oder der RZB als Nicht-Mitgliedstaaten würde außergewöhnlich hohen Anforderungen unterliegen und den Nachweis eines „ausreichend schwerwiegenden Verstoßes“ gegen EU-Recht erfordern. Diese Schwelle dürfte durch die Immobilisierungsverordnung kaum erreicht werden, geschweige denn durch den Rest des Reparations-Loan-Pakets, da dieses keine Beschlagnahme von Vermögenswerten der RZB beinhaltet. In jedem Fall würde sich jede Klage gegen die EU und nicht gegen einen einzelnen Mitgliedstaat richten. Jede Anfechtung des entsprechenden Programms des Vereinigten Königreichs würde auf vergleichbare Hindernisse stoßen: Die britischen Gerichte gewähren der königlichen Regierung einen großen Ermessensspielraum in Bezug auf Sanktionen und Außenpolitik, und die nicht auf eine Beschlagnahme ausgerichtete Gestaltung des Programms macht es schwierig, eine Rechtswidrigkeit oder ersatzfähige Verluste bzw. Schäden nachzuweisen.
4. **Internationale Gerichte.** Kein internationales Gericht ist für die Verhandlung solcher Klagen Russlands oder der RZB zuständig, da Russland weder die Zuständigkeit des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte (EGMR) noch die des Internationalen Gerichtshofs (IGH) anerkennt.
5. **Investor-Staat-Streitbeilegung (Investor-state dispute settlement).** Ansprüche aus einem bilateralen Investitionsabkommen (BIT) zwischen Russland und einem EU-Mitgliedstaaten/dem Vereinigten Königreich würden wahrscheinlich nicht in die Zuständigkeit des jeweiligen Schiedsgerichts fallen, da BITs keine staatlichen Vermögenswerte schützen. In jedem Fall wären solche Ansprüche angesichts der Ausgestaltung des Reparationsdarlehens in der Sache schwach (insbesondere hinsichtlich des Nachweises des Schadens), und die Vollstreckung eines

Schiedsspruchs in Staaten, die die Immobilisierung von Vermögenswerten unterstützen, würde wahrscheinlich aus Gründen des *ordre public* abgelehnt werden.

6. ***Staat-zu-Staat-Schiedsverfahren.*** Solche Verfahren beschränken sich in der Regel auf Streitigkeiten über die Auslegung von Investitionsschutzabkommen und nicht auf materielle Entschädigungsansprüche. In jedem Fall würde jeder Entschädigungsanspruch auf starke Einwände hinsichtlich der Zuständigkeit und der Begründetheit stoßen, da kein klagbarer Schaden vorliegt.

Der Reparations-Loan-Mechanismus birgt nicht nur keine zusätzlichen rechtlichen, sondern auch keine nennenswerten finanziellen Risiken. Dies wird [von Standard & Poor's und Fitch bestätigt](#), den weltweit führenden Ratingagenturen, die unabhängige Bewertungen der Kreditwürdigkeit von Ländern, Unternehmen und Finanzinstrumenten vornehmen. Im Vorfeld der Veröffentlichung des Reparations Loans am 3. Dezember 2025 [erklärte Fitch, dass das Premium-Rating „AA/Stabil“ von Euroclear und das Länderrating Belgiens \(A+/Stabil\)](#) von dem Reparations-Loan-Vorschlag [unberührt bleiben würden](#), sofern die rechtlichen und Liquiditätsrisiken auf die EU-Mitgliedstaaten verteilt würden (wie im Entwurf der Kommission bestätigt).

2. REPARATIONS LOAN: HINTERGRUND

Von den rund 193 Milliarden Euro an immobilisierten RZB-Vermögenswerten, die Euroclear hält, werden etwa 176 Milliarden Euro in bar verwaltet. Bei diesen Vermögenswerten handelte es sich ursprünglich um Staatsanleihen – eine Schuld des Anleiheemittentenstaates gegenüber der RZB, die von Euroclear gehalten wurde –, aber bis 2025 war der Großteil davon fällig geworden und in Bareinlagen umgewandelt worden, d. h. in Verbindlichkeiten gegenüber der RZB. Die Einlagen lauten auf verschiedene Währungen, darunter Euro, Pfund Sterling, US-Dollar, kanadische Dollar und japanische Yen, und werden bei den jeweiligen Nationalbanken gehalten. Obwohl Sanktionen die Übertragung von Bareinlagen von Banken an Euroclear blockieren, bleiben die Beträge in der Bilanz von Euroclear als Vermögenswerte und entsprechende Verbindlichkeiten gegenüber der RZB verbucht.

Euroclear hat beispiellose Gewinne aus Zinsen auf gebundene Bareinlagen erzielt, die bis zum ersten Halbjahr 2025 14 Milliarden Euro überstiegen. Im Februar 2024 wurde mit [dem Beschluss \(GASP\) 2024/577 des Rates](#) die Trennung dieser außerordentlichen Einnahmen vorgeschrieben. [Fitch berichtete daraufhin](#), dass die Finanzratings von Euroclear von dieser Maßnahme unberührt blieben, die laut Fitch ein Vorläufer für die Verwendung der Gewinne zur Finanzierung von Krediten an die Ukraine war.

Im Juni 2024 einigten sich die [Staats- und Regierungschefs der G7](#) darauf, der Ukraine Darlehen in Höhe von 50 Milliarden US-Dollar im Rahmen der Sondermaßnahme zur Beschleunigung der Einnahmen (Extraordinary Revenue Acceleration, ERA) zu gewähren, die aus den Gewinnen der bei Euroclear eingefrorenen russischen Staatsvermögen zurückgezahlt werden sollen. Die EU setzte diese Vereinbarung durch die [Verordnung \(EU\) 2024/2773](#) (die „ERA-Kreditverordnung“) um, mit der der Ukraine-Kreditkooperationsmechanismus geschaffen wurde, um nicht rückzahlbare EU-Hilfen für die Bedienung der G7-ERA-Kredite bereitzustellen.

Im September 2025 wurde ein umfassenderer Vorschlag vorgelegt, der vorsah, den gesamten Wert der eingefrorenen Vermögenswerte als „Reparations Loan“ der Ukraine als Darlehen zu geben. Das Konzept sah vor, die Barguthaben von Euroclear in ein mit AAA bewertetes Nullkupon-Schuldinstrument der Europäischen Kommission zu investieren, um einen EU-Kredit in Höhe von rund 140 Milliarden Euro an die Ukraine zu finanzieren, der nur zurückzuzahlen ist, wenn Russland der Ukraine Kriegsschäden ersetzt. Am 25. Oktober 2025 bestätigte Fitch erneut, dass das Kreditrating von Euroclear und das Länderrating Belgiens unberührt bleiben würden, sofern die rechtlichen und Liquiditätsrisiken auf alle EU-Mitgliedstaaten verteilt würden – ein Grundsatz, der sich auch in den Entwürfen der Vorschläge der EU-Kommission widerspiegelt.

Die britische Regierung hat erklärt, dass derzeit etwa 8 Milliarden Pfund Sterling an RZB-Bargeld in britischen Finanzinstituten gebunden sind, und Pläne angekündigt, einen Ansatz zu verfolgen, der weitgehend dem EU-Modell entspricht. Nach diesem Vorschlag würde das Vereinigte Königreich das eingefrorene RZB-Bargeld zinslos ausleihen, die Kreditaufnahme mit britischen Staatsschulden absichern und die Mittel zinslos an die Ukraine weiterverleihen, wobei die Rückzahlung nur dann erfolgt, wenn Russland Reparationen zahlt.

3. VORSCHLAG DER EU FÜR EIN REPARATIONS DARLEHEN

Der Vorschlag der EU-Kommission ist als eng verzahntes Paket von EU-Verordnungen strukturiert:

Teil I (verabschiedet am 12. Dezember 2025)

- Die am 12. Dezember 2025 gemäß Artikel 122 Absatz 1 AEUV (wirtschaftliche Sofortmaßnahmen) erlassene Verordnung (EU) Nr. 2025/2600 des Rates verbietet jegliche Übertragung von gesperrten Vermögenswerten oder Reserven der Zentralbank Russlands und des Russischen Staatsfonds (Artikel 2), bis Russland seinen Angriffskrieg beendet und Reparationen an die Ukraine zahlt (Artikel 4) (die „Sperrverordnung“).

Teil II (soll am 18. und 19. Dezember 2025 vereinbart werden)

- Der Verordnungsentwurf 2025/3502 des Europäischen Parlaments und des Rates gemäß Artikel 212 AEUV (Hilfe für Drittländer) legt das Reparationsdarlehen an die Ukraine fest („Reparations-Loan-Verordnung“).
- Der Verordnungsentwurf 2025/3501 des Rates gemäß Artikel 122 Absatz 1 AEUV schreibt vor, dass EU-Finanzinstitute ihre aus gesperrten RZB-Vermögenswerten resultierenden Barguthaben in Schuldtitel der EU-Kommission mit AAA-Rating investieren müssen, die „*gemäß den geltenden Rechnungslegungsvorschriften als bargeldähnlich zu behandeln sind*“ (Artikel 4) („Verordnung über die Anlage von Barguthaben“).

- Der Verordnungsentwurf 2025/3500 des Rates gemäß Artikel 312 AEUV erweitert die EU-Haushaltsgarantien auf das Reparationsdarlehen („EU-Haushaltsgarantieverordnung“).

Zusammen sieht dieses Paket Folgendes vor:

1. *Anerkennung von Reparationsforderungen.* Eine gesetzliche Anerkennung der völkerrechtlichen Verpflichtung Russlands (gemäß den Artikeln über die Verantwortlichkeit der Staaten für völkerrechtswidrige Handlungen (*ARSIWA*) und dem Völkergewohnheitsrecht), Reparationen an die Ukraine zu zahlen, um den durch seinen illegalen Angriffskrieg verursachten Schaden zu ersetzen (Erwägungsgrund 11 der Reparations-Loan-Verordnung), und die Verwendung dieser Forderungen als Sicherheit für das Reparationsdarlehen (Artikel 20 Absatz 2 Buchstabe b der Reparations-Loan-Verordnung).
2. *Festschreibung der derzeit geltenden Immobilisierung von Vermögenswerten.* Eine Rechtsgrundlage für die Verpflichtung der G7, russische Staatsvermögen nicht freizugeben, bis Russland Reparationen an die Ukraine gezahlt hat (Artikel 2 der Immobilisierungsverordnung), wodurch die Abhängigkeit von den derzeitigen sechsmonatigen, einstimmigen Sanktionsverlängerungen, die eine vollständige Aufhebung der Sanktionen riskieren, verringert wird.
3. *Umfangreiche finanzielle Unterstützung.* Schaffung einer Kreditfazilität von bis zu 210 Milliarden Euro für die Ukraine, die für makrofinanzielle Hilfe und Verteidigungsbeschaffungen verwendet werden kann, einschließlich Entschädigungen für Personen, die durch die Aggression Russlands geschädigt wurden, beispielsweise durch die vom Europarat unterstützte Entschädigungskommission für die Ukraine (Erwägungsgrund 24 der Reparations-Loan-Verordnung).
4. *Bedingte Rückzahlung.* Die Ukraine muss das Darlehen nur unter bestimmten Umständen zurückzahlen: Wenn Russland Reparationen zahlt (bis zur Höhe des erhaltenen Betrags) oder wenn die Ukraine gegen bestimmte politische und rechtsstaatliche Bedingungen verstößt.
5. *Risikoteilung und Garantien.* Ein dreistufiges System zum finanziellen Schutz für Belgien, Euroclear und andere Inhaber von RZB-Vermögenswerten, bestehend aus:
 - a. Freiwillige Garantien der Mitgliedstaaten (Artikel 25 der Reparations-Loan-Verordnung);
 - b. EU-Liquiditätsmechanismus (oder EU-Haushaltsgarantien) gemäß der EU-Haushaltsgarantieverordnung (vorbehaltlich der einstimmigen Verabschiedung dieser Verordnung) und
 - c. Schuldverschreibungen der Union als letztes Auffangnetz.

Entscheidend ist, dass der Vorschlag **keine Beschlagsnahme** von RZB-Vermögenswerten darstellt. Er sieht die vorübergehende Entnahme von Bargeld vor, das aus immobilisierten RZB-Reserven bei verschiedenen europäischen Banken stammt, ohne die Guthaben der RZB bei diesen Banken, einschließlich Euroclear, zu beeinträchtigen oder die Bilanz der RZB zu belasten. Das angesammelte Bargeld wird durch Anleihen der Europäischen Kommission mit

AAA-Rating ersetzt, die gemäß Artikel 4 der Verordnung über die Anlage von Barguthaben für Rechnungslegungszwecke als „bargeldähnlich“ behandelt werden. Im Wesentlichen handelt es sich hierbei um einen Tausch von Bargeld gegen Anleihen, der der Ukraine Liquidität verschafft und gleichzeitig Euroclear und anderen Institutionen ermöglicht, wieder Schuldverschreibungen statt Bareinlagen zu halten, wie es der Fall war, als die Vermögenswerte 2022 erstmals immobilisiert wurden. Behauptungen, dies komme einer Beschlagnahme gleich, sind unhaltbar, solange nicht behauptet wird, dass EU-Anleihen wertlos sind.

Angesichts der Ausgestaltung des Vorschlags ist das einzige denkbare Szenario, in dem die RZB einen Verlust erleiden könnte, der höchst unwahrscheinliche Fall eines Ausfalls der mit AAA bewerteten Anleihen der EU-Kommission. Mehrere Garantieebenen sollen speziell vor diesem Risiko schützen. Sobald die RZB die in Artikel 6 der Immobilisierungsverordnung festgelegten Bedingungen für die Rückgabe der gesperrten Vermögenswerte erfüllt, nämlich (i) das Ende des Angriffskrieges, (ii) Reparationen an die Ukraine und (iii) keine Gefahr für die Wirtschaft der EU, würden die Rückzahlungen von der EU und gegebenenfalls von den Mitgliedstaaten oder Drittstaaten, die Garantien übernommen haben, bis zur Höhe der an die Ukraine verliehenen eingefrorenen Mittel geleistet. Dementsprechend **ist das Reparationsdarlehen für Russland oder die RZB mit keinen finanziellen Verlusten verbunden.**

Was passiert, wenn das Reparationsdarlehen nicht einstimmig unterstützt wird?

Für die Kernelemente des Vorschlags ist keine Einstimmigkeit erforderlich. Die Immobilisierungsverordnung wurde bereits verabschiedet, während sowohl die Reparations-Loan-Verordnung als auch die Verordnung über die Anlage von Barguthaben der qualifizierten Mehrheitsentscheidung unterliegen, die eine Zustimmung von 55 % der Mitgliedstaaten erfordert, die mindestens 65 % der EU-Bevölkerung vertreten. Daher kann der Vorschlag für einen Reparations Loan auch dann umgesetzt werden, wenn Belgien oder Ungarn ihre Zustimmung verweigern.

Im Gegensatz dazu unterliegt die EU-Haushaltsgarantieverordnung einem besonderen Rechtsetzungsverfahren, das neben der Zustimmung des Europäischen Parlaments auch die Einstimmigkeit aller 27 Mitgliedstaaten erfordert.

Die Nichtverabschiedung der EU-Haushaltsgarantieverordnung würde den Reparations Loan nicht unwirksam machen. Es würde lediglich die durch den EU-Haushalt abgesicherte Liquiditätsreserve wegfallen, wodurch die zweite Garantiestufe nach dem Konzept der EU-Kommission entfallen würde.

In der Praxis würde dies zu einer Begrenzung der Darlehenssumme führen, da die Kommission gemäß Artikel 25 der Reparations-Loan-Verordnung nur Beträge aufnehmen kann, die vollständig durch freiwillige Garantien der Mitgliedstaaten gedeckt sind. Da diese Garantien freiwilliger Natur sind, bliebe die Gesamtgarantiesumme – und damit die Gesamtsumme der Mittel, die von Euroclear und anderen aufgenommen und an die Ukraine weiterverliehen werden könnten – ungewiss.

4. ANALYSE DER MÖGLICHEN PROZESSRISIKEN MIT RUSSLAND (von denen keines durch die Annahme des Vorschlags für ein Reparationsdarlehen erhöht wird)

Die Europäische Kommission hält den Vorschlag für ein Reparationsdarlehen für völlig rechtmäßig und mit minimalen rechtlichen und wirtschaftlichen Risiken verbunden. Diese Einschätzung wird durch ein Gutachten von Wissenschaftlern aus der EU, Großbritannien und den USA gestützt,² das zu dem Schluss kommt, dass „*viele Rechtsexperten das Argument, dass [die Verwendung von RZB-Vermögenswerten zur Finanzierung der Ukraine] nach internationalem Recht illegal ist, längst zurückgewiesen haben*“, wie es in den Artikeln der International Law Commission über die Verantwortung von Staaten zum Ausdruck kommt, einschließlich des Rechts, Gegenmaßnahmen als Reaktion auf eine völkerrechtswidrige Handlung zu ergreifen. Dies ist zweifellos richtig. Während selbst die vollständige Beschlagnahme und Übertragung russischer Vermögenswerte an die Ukraine nach internationalem Recht zulässig wäre,³ ist der Vorschlag der EU in jedem Fall bewusst so strukturiert, dass eine Beschlagnahme sowohl rechtlich als auch faktisch vermieden wird.

Kritiker – allen voran Belgien, wo Euroclear seinen Sitz hat und der größte Teil der eingefrorenen RZB-Vermögenswerte liegt – argumentieren, dass Belgien oder Euroclear das Rückzahlungsrisiko tragen müssten, wenn ein Gericht oder ein Schiedsgericht die Rückgabe der Gelder an die RZB anordnen würde. **Dieses Risiko ist jedoch bereits mit der Verabschiedung der Immobilisation Regulation entstanden**, die Russland als faktische Beschlagnahme seiner Reserven durch deren unbefristete Einfrierung ansehen könnte. Die Umsetzung des restlichen Reparations-Loan-Vorschlags hat keinen Einfluss auf die Dauer der Sperrung der RZB-Vermögenswerte und kann daher nicht als zusätzliche Belastung für Russland oder die RZB angesehen werden. Da keine zusätzlichen Verluste entstehen, kann die Umsetzung des Reparations-Loan-Vorschlags keine zusätzlichen Klagegründe für Russland oder die RZB begründen, die nicht bereits im Rahmen der Immobilisierungsverordnung bestehen.

Die nachstehende Analyse zeigt, dass das Risiko einer vollstreckbaren nachteiligen gerichtlichen Entscheidung oder eines Schiedsspruchs aufgrund der verabschiedeten Immobilisierungsverordnung sehr gering ist und sich durch die Einführung des Reparationsdarlehensprogramms kaum etwas ändert. Diese Schlussfolgerung wird durch zwei Faktoren untermauert:

1. Trotz (i) der Immobilisierung der Vermögenswerte der RZB seit fast vier Jahren und (ii) der ausdrücklichen Erklärung im EU-Recht, dass Gewinne aus den immobilisierten Vermögenswerten nicht Russland oder der RZB zustehen und zur Finanzierung der

² Siehe Fußnote 1 oben.

³ Siehe „On proposed countermeasures against Russia to compensate injured states for losses caused by Russia's war of aggression against Ukraine“ von Professor Dapo Akande (Chichele-Professor für Völkerrecht, Oxford University Essex Court Chambers, London), Professor Olivier Corten (Zentrum für Völkerrecht, Université libre de Bruxelles) und Professor Shotaro Hamamoto (School of Government/Graduate School of Law, Kyoto University). Professor Pierre Klein (Zentrum für internationales Recht, Université libre de Bruxelles), Harold Hongju Koh (Sterling Professor für internationales Recht, Yale Law School), Paul Reichler (Praktiker für internationales öffentliches Recht, 11 King's Bench Walk Chambers, London), Professor Hélène Ruiz Fabri (Sorbonne Law School, Université Paris), Professor Philippe Sands (University College London, 11 King's Bench Walk Chambers, London), Professor Emeritus Nico Schrijver (Grotius Centre for International Legal Studies, Universität Leiden, Niederlande), Professor Christian J. Tams (Universität Glasgow, 11 King's Bench Walk Chambers, London), Philip Zelikow (Senior Fellow, Hoover Institution Stanford University)

ERA-Darlehen an die Ukraine verwendet werden können, wurde die bislang einzige Klage der RZB am 12. Dezember 2025 beim Moskauer Arbitrazh-Gericht (einem erstinstanzlichen Handelsgericht in Russland) eingereicht; und

2. Ratingagenturen haben bestätigt, dass das Reparationsdarlehen weder Auswirkungen auf das Länderrating Belgiens noch auf das Rating von Euroclear haben würde.

A. Risiko einer Verurteilung durch russische Gerichte

Dies ist der einzige Gerichtsstand, an dem eine Klage eingereicht wurde, was die Zurückhaltung der RZB verdeutlicht, das Reparationsdarlehen in einem unabhängigen und neutralen Forum anzufechten. Presseberichten (unter Berufung auf Wirtschaftskommissar Valdis Dombrovskis) zufolge hat Brüssel eine solche Klage erwartet.

In ihrer Pressemitteilung erklärt die RZB, dass die Klage die „*rechtswidrigen Aktivitäten der Euroclear-Depotstelle, die der Bank von Russland Schaden zufügen, und die Tatsache* betrifft, *dass die Europäische Kommission offiziell Vorschläge für die direkte oder indirekte Verwendung von Vermögenswerten der Bank von Russland ohne Genehmigung prüft*“. Das einzige „Vermögen“, das die RZB bei Euroclear hält, ist jedoch der Anspruch der RZB auf Rückzahlung der Beträge, die in der Bilanz von Euroclear zu ihren Gunsten ausgewiesen sind. Dieser Anspruch bleibt bestehen, unabhängig davon, ob die bei Euroclear angesammelten Barguthaben gemäß der Verordnung über die Anlage von Barguthaben in EU-Anleihen oder in andere Wertpapiere investiert werden. Es ist schwer vorstellbar, welche weiteren Verluste für die RZB über die bereits durch die Entscheidung zur Sperrung der RZB-Gelder verursachten Verluste hinaus durch die Umsetzung des restlichen Reparations-Loan-Vorschlags entstehen könnten.

Angesichts der gut dokumentierten Anfälligkeit russischer Gerichte für Druck seitens des Staates,⁴ insbesondere in Fällen, die russische Staatsinteressen betreffen, ist es dennoch äußerst wahrscheinlich, dass die Klagen der RZB vor russischen Gerichten Erfolg haben werden.

Ein solches (für Euroclear nachteiliges) russisches Urteil würde jedoch in der EU oder im Vereinigten Königreich nicht anerkannt oder vollstreckt werden, und zwar aufgrund (i) des EU-Vollstreckungsverbots, (ii) der fehlenden Zuständigkeit russischer Gerichte (vorausgesetzt, Euroclear beschränkt seine Reaktion auf die Zuständigkeitsfrage) und (iii) aus Gründen der öffentlichen Ordnung (einschließlich des Mangels an einem fairen Verfahren unter Verstoß gegen Artikel 6 der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK)).

(i) EU-Vollstreckungsverbot

Artikel 11 der Verordnung 833/2014 (verabschiedet im 15. Sanktionspaket) verbietet EU-Gerichten die Vollstreckung von Urteilen russischer Gerichte, die gemäß Artikel 248 der russischen Arbitrazh-Verfahrensordnung ergangen sind, einer innerstaatlichen Verfahrensvorschrift, die russischen Gerichten die ausschließliche Zuständigkeit für Fälle mit

⁴ Die Beweise für die mangelnde Unparteilichkeit und Unabhängigkeit der russischen Gerichte vom russischen Staat wurden von den englischen Gerichten mehrfach anerkannt. Siehe beispielsweise *Russian Aircraft Operator Policy Claims (Jurisdiction Applications)* [2024] EWHC 734 (Comm), in dem das englische Gericht feststellte, dass ausländische Unternehmen in Russland wahrscheinlich kein faires Verfahren erhalten würden (unter Berufung auf vereinbarte Sachverständigenbeweise beider Parteien, dass zumindest „in Fällen, die für den russischen Staat von ausreichendem Interesse sind, dieser in der Lage ist, den Ausgang gerichtlicher Entscheidungen zu beeinflussen“ (unter [259]-[263])).

sanktionierten Parteien einräumt, unabhängig von den vertraglichen Streitbeilegungsvereinbarungen der Parteien.

Artikel 4 der Immobilisierungsverordnung verbietet ausdrücklich die Vollstreckung von Urteilen oder Schiedssprüchen, die sich aus der Immobilisierung von RZB-Geldern ergeben, vor einem EU-Gericht.

Somit wäre die von der RZB vor dem Moskauer Arbitrazh-Gericht geltend gemachte Klage gegen Euroclear gemäß Artikel 11 der Verordnung 833/2014 oder Artikel 4 der Immobilisierungsverordnung vor keinem EU-Gericht durchsetzbar.

(ii) Anfechtung der Zuständigkeit russischer Gerichte / Anti-Klage- und Anti-Vollstreckungs-Unterlassungsverfügungen

Jeder Euroclear-RZB-Vertrag würde Standardklauseln zur Streitbeilegung zugunsten belgischer Gerichte oder Schiedsgerichte (nicht russischer Gerichte) enthalten. Die von der RZB in Moskau eingereichte Klage verstößt daher gegen ihre vertraglichen Verpflichtungen gegenüber Euroclear. Jedes Verfahren, das vor einem russischen Gericht unter Verstoß gegen die Vereinbarung der Parteien, ihre Streitigkeiten in anderen Foren beizulegen, angestrengt wird, kann aufgrund einer Gegen- oder Vollstreckungsabwehrklage⁵ untersagt werden, und jedes russische Gerichtsurteil, das unter Missachtung einer solchen Verfügung ergangen ist, würde nicht anerkannt oder vollstreckt werden.

Selbst ohne einen solchen Rechtsbehelf würden die Gerichte der EU und des Vereinigten Königreichs die Anerkennung und Vollstreckung eines russischen Urteils ablehnen, wenn das russische Gericht nach den Vorschriften der EU oder des Vereinigten Königreichs (die die von den Parteien vereinbarte Wahl der Streitbeilegung schützen) nicht zuständig wäre. Daher muss Euroclear sicherstellen, dass es sich nicht freiwillig der Zuständigkeit des russischen Gerichts unterwirft, indem es sich an dem russischen Verfahren beteiligt (außer um die Zuständigkeit rügen).

(iii) Gründe des ordre public, einschließlich des Fehlens eines fairen Verfahrens

Ein russisches Gerichtsurteil würde im Vereinigten Königreich oder in der EU nicht anerkannt oder vollstreckt, wenn dies gegen den *ordre public* verstößt.⁶ Der *ordre public* sowohl des Vereinigten Königreichs und als auch innerhalb der EU umfasst nicht nur die Entscheidung, die RZB-Gelder zu sperren, sondern vor allem die in Artikel 6 EMRK verankerten Garantien

⁵ Siehe *Google LLC v NAO Tsargrad Meda* [2025] EWHC 94 (Comm), in dem das englische Handelsgesetz Google eine Anti-Vollstreckungsanordnung gewährte, um russische Unternehmen daran zu hindern, russische Gerichtsbeschlüsse – insbesondere Geldstrafen in außergewöhnlicher Höhe – außerhalb Russlands zu vollstrecken, da diese Beschlüsse aus Verfahren hervorgegangen waren, die unter Verstoß gegen ausschließliche Gerichtsstands- und Schiedsvereinbarungen zugunsten von England und Wales oder Londoner Schiedsgerichten eingeleitet worden waren. Das Gericht erließ auch eine Anti-Anti-Klage-Verfügung, um der Anti-Klage-Verfügung des russischen Gerichts vorzukommen. Das Gericht hielt es für gerecht und zweckmäßig, solche Verfügungen zu erlassen, und stellte fest, dass sich das russische Verfahren auf Artikel 248 der russischen Arbitrazh-Verfahrensordnung stützte, was die vertragliche Wahl des Streitbeilegungsortes durch die Parteien untergrub.

⁶ Siehe *Dicey, Morris & Collins, The Conflict of Laws, 16. Auflage*: „REGEL 5 – Englische Gerichte werden ein Recht ... oder ein Rechtsverhältnis, das sich aus dem Recht eines anderen Landes ergibt, nicht durchsetzen oder anerkennen, wenn die Durchsetzung oder Anerkennung dieses Rechts ... oder Rechtsverhältnisses mit den grundlegenden öffentlichen Interessen des englischen Rechts unvereinbar wäre.“

für ein faires Verfahren. Angesichts der eindeutigen Beweise dafür, dass ausländische Unternehmen vor russischen Gerichten kein faires Verfahren erhalten können, wenn russische Staatsinteressen betroffen sind,⁷ würde ein für Euroclear ungünstiges Urteil nicht anerkannt oder vollstreckt werden. Die Gerichte des Vereinigten Königreichs oder der EU sind verpflichtet, keine ausländischen Urteile zu vollstrecken, die gegen die Standards für faire Verfahren⁸ verstößen oder anderweitig gegen die öffentliche Ordnung verstößen.

B. Risiko eines nachteiligen Urteils durch nationale Gerichte Dritter

Eine Klage Russlands gegen Euroclear oder Belgien vor einem nationalen Gericht (einschließlich belgischer Gerichte) ist höchst unwahrscheinlich. Russland oder die RZB würden durch eine Klage vor einem nationalen Gericht eines Drittstaates auf ihre staatliche Immunität verzichten und sich damit Gegenklagen wegen der Beschlagnahme von Vermögenswerten in Russland und potenziellen kriegsbedingten Verlusten aufgrund der russischen Aggression in der Ukraine aussetzen.

Im Juli 2025 [befand der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte Russland für Verluste in der Ukraine verantwortlich](#), die durch Handlungen zwischen 2014 und Herbst 2022 entstanden waren. Allein diese Verluste belaufen sich auf über 300 Milliarden US-Dollar, was in etwa dem Gesamtbetrag der eingefrorenen russischen Staatsvermögen entspricht. Es ist unwahrscheinlich, dass Russland sich weiteren Klagen vor europäischen Gerichten aussetzen würde, indem es Beträge aus einem Reparationsdarlehen einklagt, das ausdrücklich an die Verpflichtung Russlands zur Leistung von Reparationen geknüpft ist.

Selbst wenn Russland oder die RZB vor nationalen Gerichten Klage gegen Euroclear erheben würden, würde diese wahrscheinlich in der Sache scheitern:

- *Kein Verlust:* Es ist unwahrscheinlich, dass ein Gericht der EU oder des Vereinigten Königreichs zugunsten der RZB entscheiden würde, da die „Cash-for-Bonds“-Struktur keinen Verlust verursacht. Der Saldo der RZB bei Euroclear und ihr Rechtsanspruch auf die Gelder bleiben unverändert und können geltend gemacht werden, sobald die Bedingungen in Artikel 6 der Immobilisierungsverordnung erfüllt sind. Die vorgesehene Substituierung betrifft nur Euroclear: Ihr Anspruch auf Bargeld bei nationalen Banken wird durch einen Anspruch gegen die Europäische Kommission im Rahmen von EU-Anleihen ersetzt. In der Praxis wird Bargeld gegen bargeldähnliche Instrumente eingetauscht, was es für die RZB oder Russland schwierig macht, einen Verlust zu substantiiieren. Das verbleibende Nichtrückzahlungsrisiko liegt bei Euroclear und wird durch robuste und mehrschichtige Garantien abgedeckt.
- *Höhere Gewalt (möglicherweise):* Euroclear könnte sich je nach Ausgestaltung ihrer vertraglichen Beziehungen mit der RZB auch auf Schutzklauseln aufgrund höherer Gewalt berufen, wenn die Erfüllung eines Vertrags durch nachträglich eingetretene gesetzliche Anforderungen verhindert wird,⁹ was auch Gesetze zur Verpflichtung zur Anlage von Barguthaben in EU-Anleihen umfassen könnte.

⁷ Siehe Fußnote 4 oben.

⁸ Siehe beispielsweise *OJSC Bank of Moscow gegen Chernyakov* [2016] EWHC 2583 (Comm) unter [10].

⁹ Siehe Lewison, „The Interpretation of Contracts“ 8. Auflage, unter [13.06]; [RTI gegen MUR Shipping BV \[2024\] UKSC 18](#) unter [2] nach britischem Recht; Reichsgericht, Urteil vom 7. April 1927 – IV 745/26 –, RGZ 117, 12

C. Risiko einer nachteiligen Entscheidung durch die EU-Gerichte (Gericht der Europäischen Union und Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH)).

Gemäß Artikel 340 AEUV kann eine außervertragliche Schadensersatzklage wegen Schäden erhoben werden, die durch EU-Institutionen bei der Erfüllung ihrer Aufgaben verursacht wurden. Grundsätzlich bedeutet dies, dass eine Klage möglich wäre, wenn ein EU-Rechtsakt, wie beispielsweise das Reparations-Loan-Paket, einen Schaden verursacht. In der Praxis sind Klagen auf eine „Amtshaftung“ der Union jedoch äußerst selten erfolgreich.

Ein solcher Anspruch würde sich gegen die EU (nicht gegen Belgien oder einen Mitgliedstaat) richten, und die Kommission scheint das Risiko als nahezu null eingeschätzt zu haben. Die Erfolgsaussichten sind gering, weil

- *Russland/RZB wahrscheinlich keine Klagebefugnis hat.* Artikel 340 AEUV ist für Klagen von Einzelpersonen oder Unternehmen gedacht; es ist zweifelhaft, dass ein nicht zur EU gehörender souveräner Staat oder dessen Organ (Russland/RZB) klagebefugt ist.
- *Die materiellen Voraussetzungen für eine solche Haftung sind sehr streng.* Der Kläger muss einen „hinreichend schwerwiegenden Verstoß“ gegen EU-Recht und einen direkten Kausalzusammenhang mit dem tatsächlichen Schaden nachweisen. Das Reparations-Loan-Paket ist so strukturiert, dass eine Beschlagnahme vermieden wird, und entzieht der RZB nach seiner Konzeption nicht ihren Rechtsanspruch gegenüber Euroclear. Ohne Schaden und einen erkennbaren schwerwiegenden Verstoß ist eine Haftung unwahrscheinlich.

Russland könnte theoretisch auch eine Klage gemäß [Artikel 263 AEUV](#) einreichen, um die Rechtmäßigkeit der Reparationsdarlehensgesetzgebung anzufechten.¹⁰ Eine solche gerichtliche Überprüfung würde sich jedoch nicht gegen Belgien oder Euroclear richten und würde wahrscheinlich aus denselben Gründen scheitern wie die Klage Venezuelas gegen die restriktiven Maßnahmen der EU in *der Rechtssache Venezuela gegen Rat der Europäischen Union* (T-65/18 RENV).¹¹

D. Risiko einer nachteiligen Entscheidung durch internationale Gerichte

Kein internationales Gericht ist für die Verhandlung potenzieller Klagen Russlands oder der RZB wegen angeblicher Verluste zuständig.

Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte (EGMR)

Die Zuständigkeit des Gerichtshofs erstreckt sich nur auf Mitgliedstaaten des Europarats, die die EMRK und ihre Protokolle ratifiziert haben. Russland ist im März 2022 aus dem Europarat ausgetreten und hat sich im September 2022 automatisch aus der EMRK zurückgezogen,

(13); Bundesgerichtshof, Urteil vom 16. Mai 2017 – X ZR 142/15 –, BGHZ 215, 81 Randnr. 8 nach deutschem Recht: Cour de cassation, Arrêt du 14 avril 2006, Pourvoi n°02-11.168 nach französischem Recht.

¹⁰ Siehe *Venezuela gegen Rat der Europäischen Union* (C-872/19 P), wo festgestellt wurde, dass Venezuela zur Einreichung einer solchen Klage berechtigt war.

¹¹ Zusammenfassend stellte das Gericht fest, dass das Recht des Staates, vor der Verhängung von Sanktionen angehört zu werden, nicht besteht (§§ 36-45); die Begründungspflicht erfüllt ist (§§ 36-45); bei der Beurteilung der Tatsachen kein offensichtlicher Fehler vorliegt (§§ 36-45) und es irrelevant ist, ob Sanktionen rechtmäßige Gegenmaßnahmen darstellen (§§ 36-45).

sodass es keine neuen Anträge, auch nicht über seine staatlichen Organe (wie die RZB), beim EGMR stellen kann.

Selbst wenn eine Zuständigkeit bestünde, schützt Artikel 1 des Protokolls Nr. 1 zur EMRK *private Eigentumsrechte*, nicht aber staatliche Vermögenswerte, und würde daher nicht für Ansprüche in Bezug auf Zentralbankreserven gelten.

Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass jede Klage Russlands mit den anhängigen Verfahren der Ukraine und der Niederlande gegen Russland wegen Menschenrechtsverletzungen im Zusammenhang mit der illegalen Invasion und Aggression gegen die Ukraine seit 2014 und dem Abschuss von MH-17 verbunden wird. Angesichts der [für Russland ungünstigen Urteile](#) vom Juli 2025 ist es höchst unwahrscheinlich, dass Russland eine solche Verbindung riskieren würde, indem es ein neues Verfahren vor dem EGMR einleitet.

Internationaler Gerichtshof (IGH)

Der IGH kann seine Zuständigkeit nur unter bestimmten Umständen ausüben, von denen keiner auf das Szenario des Reparationsdarlehens zutrifft:

1. *Zuständigkeit aufgrund einer Zustimmungsvereinbarung.* Russland hat die Zuständigkeit des IGH nicht anerkannt und wird dies angesichts seiner anhaltenden Verstöße gegen das Völkerrecht höchstwahrscheinlich auch nicht tun.
2. *Sondervereinbarung durch schriftliche Zustimmung.* Die Zuständigkeit kann sich aus der schriftlichen Zustimmung beider Streitparteien ergeben, aber die EU, Belgien, das Vereinigte Königreich oder andere am Reparations Loan beteiligte Staaten würden eine solche Zustimmung nicht erteilen.
3. *Gerichtsbarkeit aufgrund eines Vertrags.* Der einzige denkbare Vertrag, auf den sich Russland berufen könnte, ist das Übereinkommen der Vereinten Nationen von 2004 über die Immunität der Staaten und ihres Vermögens von der Gerichtsbarkeit. Dieses Übereinkommen gilt jedoch nur für gerichtliche Maßnahmen, nicht für legislative oder exekutive Maßnahmen (Artikel 1). Unabhängig davon kann eine Klage hierauf so oder so nicht gestützt werden, da das Übereinkommen noch nicht in Kraft getreten ist und von Russland nicht ratifiziert wurde.

E. Risiko einer Verurteilung im Rahmen der Investor-Staat-Streitbeilegung (ISDS)

Schiedsverfahren im Rahmen bilateraler Investitionsabkommen (BIT) zwischen Russland und EU-Mitgliedstaaten stellen ebenfalls ein potenzielles Prozessrisiko dar, darunter auch im Rahmen [des bilateralen Investitionsabkommens zwischen Belgien/Luxemburg und der Sowjetunion Russischen Föderation von 1989 \(„BL-RF BIT“\)](#), das den plausibelsten Vertragsweg für eine Klage gegen Belgien darstellt. Die nachstehende Analyse gilt im Allgemeinen auch für andere BITs zwischen Russland und EU-Mitgliedstaaten mit ähnlichen Klauseln.

Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass das [Partnerschafts- und Kooperationsabkommen zwischen der EU und der Russischen Föderation von 1994](#) wahrscheinlich keine Schiedssprüche hervorbringen wird: Es enthält keine Investor-Staat-

Schiedsklausel, und sein zwischenstaatliches Streitbeilegungsverfahren sieht eher Konsultationen und diplomatische Bemühungen als ein Schiedsverfahren vor.

Insgesamt bleibt das ISDS-Risiko gering aufgrund:

- (1) der wahrscheinlichen Unzuständigkeit des Schiedsgerichts für eine Klage gegen Russland/die RZB;
- (2) der äußerst geringen Wahrscheinlichkeit einer Haftung in der Sache; und
- (3) der begrenzten Durchsetzbarkeit in Rechtsordnungen, die aus Gründen des *ordre public* eine Immobilisierung unterstützen.

(1) Fehlende Zuständigkeit

Das BL-RF-BIT wurde nicht für Investitionen der Zentralbank konzipiert, sodass es wahrscheinlich nicht auf die Vermögenswerte der RZB anwendbar ist. Dennoch kann nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass ein Schiedsgericht (abhängig von seiner Zusammensetzung) dennoch seine Zuständigkeit für die Prüfung einer solchen Klage annehmen würde.

Zu den starken Einwänden gegen die Zuständigkeit gehören:

- (i) *Investitions- und Territorialbezug*. Das BIT deckt nur Vermögenswerte ab, die in Übereinstimmung mit den Rechtsvorschriften des Gaststaates und im Hoheitsgebiet des Gaststaates investiert wurden (Art. 1.1.1 des BL-RF-BIT). Die aufgrund der Immobilisierung bei Euroclear angesammelten Barguthaben erfüllen diese Anforderungen nicht eindeutig: Das zugrunde liegende Bargeld wird bei nationalen Banken in den Währungsgebieten der jeweiligen Währungen gehalten, und die Rolle von Euroclear als Wertpapierverwahrstelle (Führung von Aufzeichnungen und Abwicklung) stellt kaum eine „Investition“ im Sinne des BIT dar .
- (ii) *Eng gefasste Klausel über die Zustimmung zur Schiedsgerichtsbarkeit*. Die Zustimmungsklausel (Artikel 9 Absatz 1) beschränkt sich wohl auf die Höhe und die Art der Entschädigung gemäß Artikel 5 und nicht auf Streitigkeiten darüber, ob eine Enteignung stattgefunden hat oder über die Rechtmäßigkeit von Immobilisierung, Austausch oder Übertragungen, wie sie im Reparationsdarlehensvorschlag vorgesehen sind. Diese Auslegung wird durch die Argumente Russlands im Fall Berschader gegen Russische Föderation gestützt, in dem ein Schiedsgericht zu dem Schluss kam, dass die Parteien des BL-RF-BIT beabsichtigten, solche Streitigkeiten „*den im geltenden Vertrag vorgesehenen Streitbeilegungsverfahren oder alternativ den innerstaatlichen Gerichten der Vertragspartei, in der die Investition getätigten wurde, zu unterwerfen*“.¹²

¹² *Berschader gegen Russische Föderation*, SCC-Rechtssache Nr. 080/2004, Schiedsspruch (21. April 2006) in § 153, der die Argumente Russlands widerspiegelte, dass „*Die Sowjetunion ging davon aus, dass die Frage, ob eine Enteignung vorliegt oder nicht, in jedem Einzelfall von dem nationalen Gericht des Staates zu entscheiden ist, in dessen Hoheitsgebiet die Enteignung angeblich stattgefunden hat. Der Beklagte [Russland] behauptet, dass dies ein Grundsatz der Sowjetunion war, und stützt sich zur Untermauerung dieser Behauptung auf die Streitbeilegungsbestimmungen aller von der Sowjetunion abgeschlossenen Verträge.*“ (siehe § 63) Dieses Argument würde daher für alle historischen BITs gelten, die Russland von der Sowjetunion übernommen hat.

Das bedeutet, dass die RZB zunächst ein belgisches Gerichtsurteil benötigen würde, das eine Enteignung feststellt, bevor ein Schiedsverfahren über die Entschädigung stattfinden könnte. Insbesondere reicht die Entscheidung eines russischen Gerichts nicht aus, da das Urteil von dem Gericht des Landes, in dem die Investition getätigt wurde, d. h. Belgien, oder einem anderen vertraglich festgelegten Gerichtsstand (der kein russisches Gericht ist) stammen muss.

(iii) *Die RZB gilt nicht als „Investor“.* Obwohl die Definition weit gefasst erscheint, dienen BITs dem Schutz privater Investoren innerhalb einer Dreiparteienstruktur (Gaststaat – Investor – Heimatstaat). Eine Ausnahme kann gelten, wenn eine staatlich kontrollierte Institution in kommerzieller und nicht in staatlicher Funktion handelt.¹³ Die RZB ist offensichtlich kein privater Investor, da sie hoheitliche Aufgaben wahrnimmt und normalerweise die staatliche Immunität geltend machen würde, um ihre Vermögenswerte zu schützen. Es wäre in sich widersprüchlich, wenn die RZB zum Zwecke der Immunität den Status eines souveränen Staates beanspruchen würde, während sie gleichzeitig den Status eines privaten Investors für den Schutz durch ein BIT beansprucht. Mit anderen Worten: Eine Klage der RZB würde einer Streitigkeit zwischen zwei gleichberechtigten Staaten gleichkommen und nicht einer Streitigkeit zwischen einem Staat und einem geschützten Investor und würde daher nicht unter den Schutzbereich des BIT fallen.¹⁴

(2) Keine Haftung in der Sache

Selbst wenn eine Zuständigkeit festgestellt würde, ist eine Haftung unwahrscheinlich:

- (i) *Ausnahme aufgrund der öffentlichen Ordnung.* Investitionen sind vorbehaltlich der zur Aufrechterhaltung der öffentlichen Ordnung erforderlichen Maßnahmen geschützt¹⁵ (Art. 4.2 des BL-RF-BIT). Die EU-Rechtsvorschriften, die mit den Resolutionen der Generalversammlung der Vereinten Nationen im Einklang stehen, in denen das Recht der Ukraine auf Reparationen von Russland anerkannt wird, bieten in Hinblick auf die öffentliche Ordnung eine starke Rechtfertigungsgrundlage für alle Maßnahmen Belgiens im Rahmen des Reparations-Loan-Vorschlags.
- (ii) *Völkerrechtlicher Kontext.* Ein Schiedsgericht würde das Völkerrecht anwenden, einschließlich der Entscheidungen des IGH zum Schutz vor Enteignung im Rahmen von BIT. In der Rechtssache *Certain Iranian Assets*¹⁶ hat der IGH festgestellt, dass nicht jede Beschlagnahme von Vermögenswerten einer Staatsbank eine entzündungsfähige Enteignung darstellt; eine Haftung entsteht nur dann, wenn die

¹³ Rudolf Dolzer, Ursula Kriebaum und Christoph Schreuer, *Principles of International Investment Law* (3. Auflage, Oxford University Press 2022) 172.

¹⁴ Siehe Patrick Heinemanns [Beitrag](#) „Make Russia Pay: on the confiscation of assets of the Russian Central Bank in Germany“ (Russland zur Kasse bitten: zur Beschlagnahme von Vermögenswerten der russischen Zentralbank in Deutschland).

¹⁵ Art. 4.2 des BL-RF-BIT: „sous réserve des mesures nécessaires au maintien de l'ordre public“

¹⁶ *Islamische Republik Iran gegen Vereinigte Staaten*, Urteil, 2023 I.C.J. Rep. 30. März 2023, § 184: „Ein spezifisches Element der Rechtswidrigkeit im Zusammenhang mit dieser Entscheidung ist erforderlich, um sie zu einer entzündungsfähigen Enteignung zu machen. Ein solches Element der Rechtswidrigkeit liegt in bestimmten Situationen vor, wenn eine Entziehung von Eigentum aus einer Rechtsverweigerung resultiert oder wenn ein Justizorgan legislative oder exekutive Maßnahmen anwendet, die gegen das Völkerrecht verstößen und dadurch eine Entziehung von Eigentum verursachen.“

Enteignungsmaßnahmen selbst mit einer bestimmten Rechtswidrigkeit behaftet sind, wie z. B. einer Rechtsverweigerung oder der Anwendung von Exekutivmaßnahmen, die selbst gegen das Völkerrecht verstößen. Das Reparationsdarlehen soll eine Beschlagnahme vermeiden und ist eine verhältnismäßige Reaktion auf die schwerwiegenden Verstöße Russlands gegen das Völkerrecht, einschließlich Artikel 2 Absatz 4 der Charta der Vereinten Nationen. Die RZB ist untrennbar mit dem russischen Staat verbunden und einer der wichtigsten Akteure bei den anhaltenden Verstößen Russlands gegen das Völkerrecht in den besetzten Gebieten der Ukraine.¹⁷ [Die Verordnung \(EU\) Nr. 2025/1494 des Rates](#) (zur Umsetzung des 18. Sanktionspakets der EU) erkannte ebenfalls an, dass „der russische Banken- und Finanzsektor für die Kriegsanstrengungen Russlands von entscheidender Bedeutung ist“, wodurch jegliche Entschädigungsforderungen aus dem Reparations Loan wahrscheinlich erfolglos bleiben würden.

- (iii) *Clean-Hands-Doktrin*. Investitionsschiedsgerichte haben die Doktrin der „sauberen Hände“ angewendet, um Rechtsbehelfe abzulehnen, wenn das rechtswidrige Verhalten des Klägers wesentlich zu der Situation beigetragen hat. Der Fall [Al Warraq gegen Republik Indonesien](#) veranschaulicht diesen Ansatz: Das Schiedsgericht befand, dass die Verstöße des Klägers gegen die Gesetze des Gaststaates „dem öffentlichen Interesse zuwiderliefen“ und entzog ihm daher den Schutz durch das BIT, wodurch seine Klage trotz der Feststellung einer ungerechten Behandlung abgewiesen wurde. Die Aggression Russlands trägt in ähnlicher Weise wesentlich zu den Umständen bei, die zu den fraglichen Maßnahmen geführt haben.
- (iv) *Kein Verlust/Schaden*. Der Anspruch Russlands/der RZB auf seine Gelder bleibt bestehen, und die Vermögenswerte Russlands werden eines Tages freigegeben, sofern Russland die Bedingungen in Artikel 4 der Immobilisierungsverordnung erfüllt (Beendigung seines Angriffskrieges und Zahlung von Reparationen an die Ukraine).

(3) Keine Vollstreckung aus Gründen der öffentlichen Ordnung

Selbst wenn Russland/die RZB erfolgreich eine Entscheidung gegen Belgien erwirken könnten, würde die Vollstreckung in der EU, im Vereinigten Königreich, in den USA, Kanada, Japan und allen anderen Staaten, die die Immobilisierung unterstützen, wahrscheinlich abgelehnt werden, da sie gegen die öffentliche Ordnung dieser Staaten verstößt – insbesondere gegen die Politik, dass russische Staatsvermögen nicht freigegeben werden sollten, bis Russland Reparationen an die Ukraine gezahlt hat.

Das [18. EU-Sanktionspaket](#) (umgesetzt in der [Verordnung \(EU\) 2025/1494 des Rates](#)) führt Schutzmaßnahmen gegen sanktionsbezogene BIT-Verfahren ein, darunter einen Ansatz der Nichtanerkennung/Nichtvollstreckung. In Erwägungsgrund 22 und den operativen Bestimmungen wird festgelegt, dass die Mitgliedstaaten keine Verfügungen, Anordnungen, Urteile oder Schiedssprüche anerkennen oder vollstrecken sollten, die sich aus ISDS-Verfahren

¹⁷ Siehe beispielsweise einen [Schriftsatz](#) einer Gruppe von Nichtregierungsorganisationen beim Internationalen Strafgerichtshof (IStGH) zur Rolle der RZB bei Kriegsverbrechen und Verbrechen gegen die Menschlichkeit in vorübergehend besetzten Gebieten der Ukraine.

im Zusammenhang mit Sanktionsmaßnahmen ergeben, und die wirksame Umsetzung der „No-Claims“-Klausel als öffentliche Ordnung der EU und der Mitgliedstaaten behandeln sollten.

Die Reparations-Loan-Verordnung enthält eine analoge Formulierung (Erwägungsgrund 57), in der die Mitgliedstaaten aufgefordert werden, ISDS-Verfahren anzufechten und sich aus Gründen der öffentlichen Ordnung der Vollstreckung zu widersetzen. In ähnlicher Weise sieht Artikel 4 Absatz 1 der Immobilisierungsverordnung vor, dass keine von Russland oder der RZB aufgrund der Immobilisierung von RZB-Vermögenswerten erlangten Schiedssprüche (oder Gerichtsurteile) in der EU anerkannt, vollstreckt oder durchgesetzt werden dürfen.

Bestehende Lastenteilung in der EU (begrenzte Relevanz)

Die [EU-Verordnung Nr. 912/2014](#) bietet einen Rahmen für die Aufteilung der finanziellen Verantwortung, wenn Maßnahmen eines Mitgliedstaats, die nach EU-Recht erforderlich sind, eine Haftung aus Investitionsabkommen auslösen. Sie gilt jedoch nicht für BIT, denen die EU nicht beigetreten ist, einschließlich des BIT zwischen Bulgarien und der Russischen Föderation. Dies spricht für die Kündigung bestehender BIT der Mitgliedstaaten zugunsten eines Ansatzes auf EU-Ebene (siehe Erwägungsgrund 59 der Reparations-Loan-Verordnung).

Unterscheidung zwischen sanktionsbezogenen BIT-Forderungen von Privatpersonen

Jeder hypothetische Anspruch der RZB sollte von anhängigen Anspruchsbegehren sanktionierter Privatpersonen unterschieden werden (von denen bisher keines erfolgreich war). Der bekannte [Schiedsspruch in Höhe von 16 Milliarden US-Dollar](#), den der sanktionierte Michail Friedman gegen Luxemburg im Rahmen des BL-RF-BIT erreichte, verdeutlicht den Unterschied zu einem möglichen Anspruch der RZB im Rahmen des Reparations Loanvorschlags:

- (i) Friedman konnte für sich ohne Weiteres den Status eines „Investors“ nachweisen (im Gegensatz zur RZB).
- (ii) Seine Klage folgte dem [Urteil des Gerichts der Europäischen Union \(Erste Kammer\)](#),¹⁸ mit dem frühere Sanktionslisten aus Beweisgründen für nichtig erklärt wurden (insbesondere bleibt er aufgrund neuer Beweise sanktioniert). Friedman konnte sich daher in seiner BIT-Klage auf diese Aufhebung berufen. Im Gegensatz dazu ist es äußerst unwahrscheinlich, dass die EU-Gerichte die Reparations-Loan-Rechtsetzung aufheben würden, da der EuGH niemals eine Anfechtung der Maßnahmen der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik in der Sache zugelassen hat und diese als außergewöhnliche Instrumente behandelt, die weitgehend vor Anfechtungen geschützt sind.
- (iii) Fridmans geltend gemachter Verlust bezog sich auf den Wertverlust seiner Alfa-Gruppe, deren Vermögenswerte von einem in Luxemburg registrierten Unternehmen gehalten werden (letztendlich eine Frage der fachmännischen Unternehmensbewertung); eine RZB-Klage in Bezug auf das Reparationsdarlehen

¹⁸ Gegen dieses Urteil wurde beim Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) Berufung eingelegt, aber der EuGH wird es wahrscheinlich auf der Grundlage der ersten Hinweise in der [Stellungnahme des Generalanwalts](#) bestätigen.

(sofern überhaupt denkbar) wäre in der Praxis durch den Wert der immobilisierten Vermögenswerte begrenzt.

F. Risiko einer nachteiligen Entscheidung im zwischenstaatlichen Schiedsverfahren

Artikel 9 des BL-RF-BIT sieht einen dreistufigen Mechanismus zur Beilegung von Streitigkeiten zwischen Staaten vor: (1.) diplomatische Bemühungen; (2.) Verweisung an eine gemeinsame Kommission; und (3.) wenn innerhalb von sechs Monaten keine Lösung gefunden wird, Ad-hoc-Schiedsverfahren.

Es gibt eine Debatte darüber, ob solche zwischenstaatlichen Streitbeilegungsklauseln das gesamte Spektrum der Vertragsstreitigkeiten abdecken oder auf Fragen der Vertragsauslegung beschränkt sind. Die vorherrschende Meinung ist, dass BITs bewusst unterscheiden: Auslegungsstreitigkeiten werden in einem zwischenstaatlichen Schiedsverfahren behandelt, während mutmaßliche Verstöße gegen materielle Investorenrechte den Weg eines Investor-Staat-Schiedsverfahrens nehmen (Artikel 10).¹⁹

Selbst wenn ein Schiedsgericht materielle (im Gegensatz zu auslegungsbezogenen) Ansprüche Russlands gemäß Artikel 9 zulassen würde, würden diese wahrscheinlich scheitern aufgrund:

- (1) *Zuständigkeit:* Die Verwahrungsbeziehung der RZB zu Euroclear stellt keine „Investition“ dar, die „im Hoheitsgebiet“ Belgiens getätigt wurde; die Verwaltungsfunktion von Euroclear besteht in erster Linie in der Führung von Aufzeichnungen und der Erleichterung der Abwicklung.
- (2) *Begründetheit:* Allgemein anerkannte Grundsätze des Völkerrechts, insbesondere das Rechtsinstitut der Gegenmaßnahmen, würden eine belastbare Grundlage für die Abwehr der Ansprüche bieten und eine Haftung ausschließen. Entscheidend ist, dass Artikel 9 Absatz 6 das Schiedsgericht verpflichtet, auf der Grundlage des Vertrags und „allgemein anerkannter Normen und Grundsätze des Völkerrechts“ zu entscheiden, was die Berufung auf völkerrechtliche Gegenmaßnahmen oder Einreden aufgrund wesentlicher Sicherheitsinteressen zulässt, da die Maßnahmen auf grobe Verstöße gegen das Völkerrecht reagieren und die zu Grunde liegenden Reparationsforderungen sowohl im Unionsrecht als auch durch die Generalversammlung der Vereinten Nationen anerkannt sind.

REPUTATIONSRISEN

Es wurde argumentiert, dass selbst ein erfolgloser Rechtsstreit gegen das Reparationsdarlehen zu einem Reputationsschaden für Belgien oder Euroclear führen könnte. Dieses Argument ist schwach. Wie eine Reihe prominenter belgischer und internationaler Juristen in einer [Stellungnahme](#) treffend erläutert haben: „In diesem Zusammenhang auf Reputationsrisiken zu verweisen, wäre gleichbedeutend mit der Argumentation, man solle davon absehen, die

¹⁹ Die Ansicht, dass im zweigleisigen System (Investor-Staat und Staat-Staat) zwischenstaatliche Streitigkeiten nicht in Investor-Staat-Streitigkeiten eingreifen sollten, wird in der [Expertenmeinung zur Zuständigkeit von Prof. W. Michael Reisman \(englisch\)](#) (Republik Ecuador gegen Vereinigte Staaten von Amerika (PCA-Fall Nr. 2012-5)) zum Ausdruck gebracht.

Bankkonten von Drogenhändlern oder die Erlöse aus Korruption zu beschlagnahmen, weil dies andere Kunden hinsichtlich der Sicherheit ihrer Gelder beunruhigen könnte. Das Gegenteil ist der Fall: Was die Reputation eines Finanzsystems ausmacht, ist seine Fähigkeit, zwischen legitimen und illegalen Vermögenswerten zu unterscheiden und letztere gemäß den gesetzlichen Bestimmungen zu behandeln.“

Darüber hinaus ist der Vorschlag als nicht konfiskatorischer Mechanismus konzipiert, der die immobilisierte Liquidität eines Aggressors umwidmet, um den Schaden zu mindern, den dieser der Ukraine und ihren Nachbarn zufügt.

FAZIT

Der Vorschlag für ein EU-Reparationsdarlehen sieht einen nicht-konfiskatorischen Finanzierungsmechanismus für die Ukraine vor, der mit dem EU-Recht und dem Völkerrecht in Einklang steht. Um den rechtlichen und finanziellen Bedenken Belgiens und anderer Länder Rechnung zu tragen, sieht das Konzept eine robuste zwei- bis dreistufige Garantie vor (je nachdem, ob die EU-Haushaltsgarantie einstimmig angenommen wird), um sicherzustellen, dass alle im Zweifel an die RZB zu zahlenden Beträge beglichen werden.

Der Vorschlag sieht auch vor, dass das verbleibende Risiko nachteiliger Investitionsschiedsgerichtsentscheidungen durch Garantievereinbarungen auf die Mitgliedstaaten verteilt werden soll (Erwägungsgrund 58), wobei allein Deutschland schätzungsweise 25 % des Risikos tragen würde.

Euroclear hat bereits [berichtet](#), dass es etwa 5 Milliarden Euro als „Puffer“ für sanktionsbezogene Rechtsrisiken hält und möglicherweise auch [0,3 %](#) der Erlöse aus gesperrten Vermögenswerten für Verwaltungsgebühren und weitere 10 % als vorübergehenden Puffer für etwaige Rechtsstreitigkeiten auf unbestimmte Zeit [einbehalten wird](#).

Kurz gesagt: Alle denkbaren Risiken für Belgien – das in [dem Schreiben von Premierminister De Wever vom 27. November 2025](#) an Präsidentin von der Leyen als das einzige Land mit „Skin in the Game“ beschrieben wird – sind bereits durch Sanktionen und am 12. Dezember 2025 durch die Verabschiedung der Immobilisierungsverordnung entstanden. Durch die Verabschiedung des vollständigen Reparations Loanplans entstehen keine wesentlichen neuen Risiken. Die verbleibenden Risiken sind nicht nur vernachlässigbar, sondern werden durch die Vorteile des vorliegenden Vorschlags aufgewogen, der den Frieden, die Sicherheit, die Stabilität und die langfristige Überlebensfähigkeit der Ukraine in Europa sicherstellt.

AUTOREN UND UNTERZEICHNER

Tetyana Nesterchuk (Rechtsanwältin, Fountain Court Chambers; non resident Senior Legal Fellow am Kyiv School of Economics Institute)

Anna Vlasyuk (Leiterin der Abteilung für internationales Recht und Politikforschung, Kyiv School of Economics Institute)

Dr. Patrick Heinemann (Rechtsanwalt und Partner, Bender Harrer Krevet)

Dr. Anton Moiseienko (Dozent, Forschungsdirektor, Rechtswissenschaftliche Fakultät, Australian National University)

Philip Zelikow (Botha-Chan Senior Fellow, Hoover Institution, Stanford University)

Yuliya Ziskina (Senior Legal Fellow, Razom for Ukraine)