

De tegoeden bij Euroclear in de frontlinie

Veerle Colaert⁽¹⁾

Probleemstelling. Vóór 2022 was Euroclear Bank zeer weinig gekend bij het grote publiek. Naar aanleiding van de oorlog in Oekraïne en de daaruit volgende sancties tegen Rusland is Euroclear Bank echter in het oog van een geopolitieke storm komen te staan. De visies liggen ver uiteen : de Verenigde Staten, Polen en de Baltische staten zijn voorstander van een confiscatie van zo'n 200 miljard EUR aan Russische tegoeden bij Euroclear Bank, om deze vervolgens aan te wenden ter ondersteuning van Oekraïne (al is het standpunt van de huidige Amerikaanse regering op dit punt momenteel minder eenduidig). Onder meer Frankrijk, Duitsland en België zijn tegen. De uitkomst van dit geopolitieke steekspel heeft onmiskenbaar ingrijpende gevolgen voor de strijdende partijen. Minder manifest zijn de verregaande repercussies die een dergelijke confiscatie zouden hebben voor de financiële stabiliteit in België en Europa. Dit editoriaal gaat in op de achtergrond van deze discussie, de unieke rol van Euroclear Bank in het Europees financieel bestel, en de juridische en financieel-economisch argumenten die het geopolitieke debat kleuren.

Achtergrond. Zoals genoegzaam bekend, reageerden Westerse landen op de inval van Rusland in Oekraïne op 24 februari 2022 met een reeks opeenvolgende sanctiepakketten. Als onderdeel daarvan werden onder meer alle tegoeden van de Russische centrale bank, ter waarde van zo'n 300 miljard EUR, geïmmobiliseerd⁽²⁾. Het overgrote deel van deze tegoeden, 191 miljard EUR, wordt aangehouden bij het Belgische Euroclear Bank. De overige tegoeden zijn verspreid over de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Japan en andere EU-landen.

Euroclear Bank heeft weliswaar een banklicentie, maar is bovenal een internationale centrale effecten-

bewaarinstelling of ICSD (international central securities depository). ICSD's worden ook wel de "notarissen van de financiële wereld" genoemd. Ze dragen er in essentie zorg voor dat overdrachten van effecten correct geboekt worden, zodat steeds duidelijk is wie eigenaar van een effect is, en er geen "dubbele boekingen" zijn, ook bij internationale transacties. Alle centrale banken, banken en brokers hebben rechtstreeks of onrechtstreeks een effectenrekening bij (ICSD's, waarop wordt bijgehouden hoeveel en welke effecten zij aanhouden voor zichzelf en hun cliënten. Zij zijn de participanten van de (ICSD. Telkens een klant van een bank/broker een verkooporder (of kooporder) geeft, zal niet alleen de bank/broker de effectenrekening van de klant aanpassen, maar zal ook de (ICSD het aantal effecten op de rekening van de bank/broker-participant verminderen (of vermeerderen) en het aantal effecten op rekening van de corresponderende participant doen toenemen (of verminderen). Juridisch blijven de effecten die geboekt staan bij Euroclear Bank uiteraard eigendom van de participant of de uiteindelijke cliënt.

Wanneer effecten op rekening van een participant op vervaldag komen, of wanneer interesten of dividenden moeten worden uitgekeerd, boekt Euroclear Bank deze tegoeden op een rekening-courant van de participant. Deze tegoeden zijn, zoals alle tegoeden op rekening bij een bank, géén eigendom van de participant of van de uiteindelijke cliënt, maar van Euroclear Bank. De participant heeft slechts een schuldvordering op de bank tot terugbetaling van deze gelden op eerste verzoek. Tegoeden op rekeningen-courant bij Euroclear Bank brengen geen interesten op voor de participant, en worden gewoonlijk dan ook onmiddellijk weggehaald en/of geherinvesteerd.

* Persoonlijke stellingname van de auteur.

1. Professor Financieel Recht KU Leuven, Jan Ronse Instituut voor Vennootschaps- en Financieel Recht.

2. Verordening (EU) nr. 833/2014 betreffende beperkende maatregelen naar aanleiding van de acties van Rusland die de situatie in Oekraïne destabiliseren.

Euroclear Bank is één van de twee grootste ICSD's van Europa. Zij heeft meer dan 1800 deelnemers uit meer dan 110 landen en houdt effecten aan ter waarde van 18,3 biljoen EUR (18.300.000.000.000 EUR). Het toont aan dat Euroclear Bank een systeemrelevante speler is, niet alleen in België, maar ook op Europees niveau.

De Russische Centrale Bank is een belangrijke participant van Euroclear Bank, die op het ogenblik waarop de Russische sancties ingingen, effecten ter waarde van ongeveer 191 miljard EUR aanhield bij Euroclear Bank. Door de sancties zijn er niet alleen geen transacties mogelijk met deze effecten, maar kunnen ook de tegoeden op rekening-courant niet worden opgenomen. De balans van Euroclear is daardoor de voorbije jaren enorm gegroeid. Zoals elke bank, belegt ook Euroclear Bank tegoeden op rekening-courant voor eigen rekening zolang ze niet worden opgenomen door de cliënt⁽³⁾. In 2024 leverde dit Euroclear Bank een overwinst op van 6,9 miljard EUR, waarop 1,7 miljard EUR aan belastingen werd betaald aan de Belgische overheid⁽⁴⁾.

Confiscatie van winsten op tegoeden Russische Centrale Bank. Het werd echter niet fair geacht dat een private vennootschap, laat staan één lidstaat, op die manier zoveel winst zou maken door de oorlog, terwijl het westen net tracht zoveel mogelijk middelen te verschaffen aan Oekraïne. De EU besliste op 21 mei 2024⁽⁵⁾ dat CSD's die minstens 1 miljoen EUR aan tegoeden van de Russische Centrale Bank aanhouden - de facto Euroclear Bank - een zgn. "windfall contribution" van 99,7 % moeten betalen op de winsten behaald op deze tegoeden, met terugwerkende kracht tot 15 februari 2024⁽⁶⁾.

Juridisch houdt deze maatregel steek. Aangezien een rekening-courant bij Euroclear Bank niet interestdragend is, heeft de Russische Centrale Bank geen aanspraak op deze winsten. *Civielrechtelijk* kan de Russische Centrale Bank enkel schadevergoeding vorderen van Euroclear Bank wegens niet-uitbetaling van contractueel betaalbare tegoeden. De Europese sanctiewetgeving bevat weliswaar een "no claims"-clausule, die stelt dat vorderingen wegens contractuele niet-nakoming die het gevolg zijn van de Europese sancties, niet mogen worden toegewezen⁽⁷⁾. Aangezien Rusland de Europese sancties niet erkent en niet rechtsgeldig acht, heeft het Euroclear Bank desalniettemin gedagvaard - in Rusland - wegens contractuele niet-nakoming⁽⁸⁾. Bovendien heeft Rusland alle tegoeden van Euroclear in Rusland bevroren als tegensanctie⁽⁹⁾.

Internationaalrechtelijk is deze maatregel verdedigbaar. Hoewel hij mogelijkerwijze een inbreuk vormt op een fundamenteel principe van internationaal recht - staatsimmunitet⁽¹⁰⁾, kan een dergelijke maatregel gerechtvaardigd worden als "tegenmaatregel" door een derde land indien (i) hij een reactie is op een eerdere onrechtmatige daad door het door de sancties geviseerde land (Russische schending van internationaal recht door agressie tegen Oekraïne); (ii) hij bedoeld is om de naleving van internationaal recht af te dwingen; (iii) hij tijdelijk en omkeerbaar is (niet permanent); (iv) hij proportioneel is met de schending van internationaal recht door het geviseerde land. De (niet-Russische) internationaalrechtelijke doctrine lijkt het eens te zijn dat deze voorwaarden zijn vervuld⁽¹¹⁾.

Financieel-economisch lijken deze maatregelen weinig risico's in te houden op financiële instabiliteit in de EU.

3. Gelet op de gigantische bedragen waarover het gaat, worden deze gelden belegd in veilige, vastrentende producten, zoals overheidsobligaties, zodat tegenpartijrisico geminimaliseerd wordt en aan de kapitaalvereisten - gebaseerd op het kredietrisico van activa en het operationeel risico van inkomensstromen - blijvend voldaan kan worden.
4. Euroclear, 'Euroclear continues to deliver strong results in 2024 - Results for the year ending 31 December 2024', Media Release 5 februari 2025, www.euroclear.com/newsandinsights/en/press/2025/mr-05-euroclear-delivers-strong-results-in-2024.html.
5. Besluiten 2024/1470 en 2024/1469.
6. De 0,3 % die Euroclear Bank mag behouden, geldt als vergoeding voor bewaar- en beheerskosten van deze tegoeden door Euroclear. De winsten van voor deze datum blijven voor Euroclear Bank, ter compensatie voor kosten die Euroclear Bank moet maken (bv. juridische kosten die gepaard gaan met de talrijke rechtszaken tegen Euroclear ten gevolge van de niet-uitbetaling van tegoeden).
7. Artikel 11 van Verordening 833/2014.
8. Ook de algemene voorwaarden van Euroclear bevatten een clausule die stelt dat Euroclear niet verplicht is enige transactie uit te voeren of andere actie te ondernemen voor zover dit in strijd zou zijn met toepasselijke wetgeving of bevel van de overheid (Art. 7), maar het is maar de vraag of Russische rechtbanken dergelijke clausules zullen aanvaarden.
9. Euroclear, 'Euroclear continues to deliver strong results in 2024 - Results for the year ending 31 December 2024', Media Release 5 februari 2025, www.euroclear.com/newsandinsights/en/press/2025/mr-05-euroclear-delivers-strong-results-in-2024.html.
10. Hierover bestaat enige discussie. Sommige auteurs menen dat het principe van staatsimmunitet enkel geldt ten aanzien van gerechtelijke procedures, en dat dit niet geldt in verband met maatregelen van de uitvoerende macht. Zie bv. MOISEIENKO A., 'Legal : The Freezing of the Russian Central Bank's Assets', *European Journal of International Law* 2023, 1007 (1010-1015).
11. Zie voor een overzicht : P. Webb, "Legal options for confiscation of Russian state assets to support the reconstruction of Ukraine - Study for the European Parliament" (PE 759.602 - February 2024), [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/759602/EPRS_STU\(2024\)759602_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/759602/EPRS_STU(2024)759602_EN.pdf).

Confiscatie van tegoeden Russische Centrale Bank. Steeds meer stemmen pleiten echter voor een veel verdergaande maatregel : confiscatie van de tegoeden zelf die de Russische Centrale Bank aanhoudt bij Euroclear Bank. Juridisch is dit echter een helemaal ander verhaal.

Civielrechtelijk moet een onderscheid gemaakt worden tussen confiscatie van effecten enerzijds, en confiscatie van tegoeden op rekening-courant anderzijds. Een confiscatie van effecten komt neer op een onteigening van de Russische Centrale Bank. De grote meerderheid van deze effecten zijn intussen echter op vervaldag gekomen en hebben geleid tot een boeking van tegoeden op rekening-courant voor de Russische Centrale Bank. Aangezien Euroclear Bank juridisch eigenaar is van deze tegoeden, zou confiscatie van deze tegoeden neerkomen op een onteigening van Euroclear Bank, waarbij deze laatste wel contractueel gehouden zou blijven tot terugbetaling van deze tegoeden aan de Russische Centrale Bank. Ook als deze onteigening gepaard zou gaan met een “no claims”-clausule, kan dit niet verhinderen dat Rusland rechtsvorderingen zou instellen buiten de EU om terugbetaling van deze schuld te eisen.

Des te belangrijker is de vraag of de wettelijke maatregel waarbij tot confiscatie zou worden overgegaan, zou standhouden indien getoetst aan het *internationaal recht*. Volgens de meerderheid van de doctrine zou de internationaalrechtelijke rechtsgeldigheid van een confiscatie van tegoeden in hoofdsom zeer betwistbaar zijn, aangezien deze permanent, onomkeerbaar en mogelijk disproportioneel zou zijn. Hoewel een aantal auteurs creatieve interpretaties van het internationaal recht bepleiten - confiscatie zou met name verantwoord kunnen worden als voorafname op herstelbetalingen die Rusland zal moeten betalen aan Oekraïne - blijft de internationaalrechtelijke verantwoording van de confiscatie van tegoeden van de Russische Centrale Bank flinterdun⁽¹²⁾.

Zeker is echter dat een dergelijke confiscatie zou leiden tot talloze rechtszaken tegen Euroclear Bank wegens niet-terugbetaling van tegoeden op rekening bij Euroclear Bank. Het risico dat de confiscatie van Russische tegoeden onrechtmatig zou worden bevonden, en daardoor ook het niet-terugbetalen van deze tegoeden door Euroclear Bank aan de Russische Centrale Bank, is niet onbestaande. Voor Euroclear

Bank - een systemisch relevante instelling - zou dit, gelet op de bedragen waarover het gaat, een gigantisch operationeel risico betekenen, dat bijna niet in te dekken is. Het operationeel risico voor Euroclear gaat bovendien veel verder dan deze juridische procedures. De definitieve niet-terugbetaling van tegoeden aan een participant, zou bovendien ook de reputatie van Euroclear Bank als betrouwbare ICSD ondermijnen, waardoor participanten uit andere staten zouden kunnen besluiten niet langer een beroep te doen op Euroclear Bank - en bij uitbreiding andere Europese CSD's - voor de bewaring van hun effecten⁽¹³⁾.

De potentiële schade voor de Europese financiële markten reikt bovendien veel verder dan “enkel” de systeemcrisis die zou kunnen worden veroorzaakt doordat Euroclear Bank in moeilijkheden geraakt. Alle verhandelbare effecten die op een Europese beurs worden genoteerd moeten via een in de EU erkende (ICSD worden afgewikkeld⁽¹⁴⁾. Dit betekent dat effecten die in de EU zijn uitgegeven en genoteerd, doorgaans bij een Europese (ICSD moeten worden aangehouden, tenzij er specifieke vrijstellingen gelden. Indien Europese (ICSD's echter onbetrouwbaar worden geacht, zou dit met zich mee kunnen brengen dat bepaalde staten (en hun banken en beleggers) ook beleggingen in bedrijven die op Europese beurzen genoteerd staan, gaan mijden. De gevolgen daarvan zijn amper te overzien.

Besluit. Om geloofwaardig te blijven op het internationale toneel, moet de EU haar normen en waarden schragen met daadkracht. Daarom wordt soms gepleit voor een eigentijdse interpretatie van het internationaal recht, in lijn met geopolitieke belangen, ter verantwoording van een mogelijke confiscatie van tegoeden van de Russische Centrale Bank bij Euroclear Bank. In deze discussie mogen echter ook de fundamentele van ons financieel-economisch bestel niet worden genegeerd, en met name de nood aan stabiliteit en vertrouwen in de Europese financiële markten. Wil de EU haar eigen economie niet ondergraven, dan moet zij een permanente, onomkeerbare confiscatie van Russische tegoeden bij Euroclear Bank uitsluiten uit haar arsenaal aan sanctiemaatregelen.

12. Ibid.

13. Zie bv. SORGI G., 'Russia's friends beg EU to leave frozen assets alone' (Politico, 2 april 2024) www.politico.eu/article/russia-frozen-assets-europe-confiscation-china-saudi-arabia/ : “Representatives of China, Saudi Arabia and Indonesia are privately pushing the EU to continue resisting pressure from the U.S. and U.K. to seize more than EUR 200 billion of Russian state assets ... The concern is, “this would create a precedent” - in other words, these countries would fear they could be next to lose out”.

14. Art. 3(2) CSD Verordening (EU) 909/2014.