

# The Pari Passu Clause<sup>1</sup>

## Sub specie aeternitatis<sup>2</sup>

---

### Was bedeutet eine Pari Passu Klausel wirklich im Zusammenhang mit Darlehen (loans) an souveräne Schuldner (borrowers) ?

Lee C. Buchheit von Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton erklärt<sup>3</sup>.

---

Da ist nichts als ein Klacks (dollop<sup>1</sup>) von Latein um dem rechtlichen (legal) Haferbrei (porridge) die richtige Konsistenz zu geben. Und kein Banker der seiner oder ihrer Bevorzugung wert (worth his or her praecipuum) ist würde jemals davon träumen eine Eurodollar-Darlehens-Vereinbarung auszusenden, die keine sogenannte Pari Passu Klausel enthält. Die Tatsache, dass niemand wirklich sicher zu sein scheint, was die Klausel wirklich bedeutet, nicht zuletzt im Zusammenhang mit einem Darlehen an einen souveränen Schuldner (sovereign borrower), hat ihre Popularität unter den Entwerfern von Darlehensvereinbarungen und Schulden-Restrukturierungs-Vereinbarungen nicht verkümmern lassen.

### Die Klausel

---

<sup>1</sup> Disclaimer: Übersetzungsversuch von Rolf Koch. Diese Übersetzung erfolgt natürlich nicht, weil ich meine Leidenschaft darin sehe, englische Texte mit speziellen bank- und schuldrechtlichen Formulierungen durchzukauen. Es geht vielmehr um die Vorbereitung der nächsten, u. U. entscheidenden Etappe in der Rechtsdurchsetzung der Zahlungsansprüche aus den unbedienten Argentinien-Anleihen: der Pari-Passu-Ansatz wird es nämlich für die Beteiligten Finanzintermediäre als Helfershelfer gefährlich werden lassen, den Vertragsbruch Argentinien, die zukünftigen, umgeschuldeten Argentinienanleihen ohne eine pro rata Berücksichtigung der alten Anleihen zu bedienen, zu unterstützen.

<sup>2</sup> Zitat: **Sub specie aeternitatis**. Bedeutung: Unter dem Gesichtspunkt der Ewigkeit. Herkunft: B. de Spinoza (1632-1677), Ethica ([http://imperiumromanum.com/sprache/sentenzen/sentenzen\\_17.htm](http://imperiumromanum.com/sprache/sentenzen/sentenzen_17.htm)).

<sup>3</sup> Veröffentlicht in IFLR 12/1991 Seite 11 und 12 unter der Rubrik: „Sovereign debt column“. Das Datum der Veröffentlichung, bereits Ende 1991 ist von großer Wichtigkeit. Ist Buchheit doch Senior-Partner von cgsh in New York. Cgsh bedient seit Jahren die lateinamerikanischen Staaten mit rechtlichem Rat und rechtlicher Tat bei der Emission von Staatsanleihen und deren anschließender Umschuldung und damit notwendigerweise verbundener Abschirmung von rechtlichen Ansprüchen der „geprellten“ Gläubiger. Eine wesentliche Argumentationslinie von cgsh ist dabei, dass die Pari Passu Klausel keineswegs das bedeutet, was sie wörtlich (literal) betrachtet, ausdrückt. Da Buchheit bereits 1991 in epischer Breite dieses Problem erläutert, werden es sich die „Draftsmen“ der Anleihebedingungen, und damit natürlich auch die Emittenten, zurechnen lassen müssen.

Insgesamt muss man Buchheit schon eine fast prophetische Gabe attestieren, kommendes Ungemach frühzeitig zu erkennen und zu formulieren. Dieser Artikel von Ende 1991 wurde wahrscheinlich von vielen (vielleicht auch von ihm selbst nicht - sonst würden viele Anleihebedingungen an denen cgsh beteiligt war doch deutlich anders Aussehen – richtig erkannt) in seiner Brisanz nicht erkannt. Richtig virulent wurde die Pari-Passu-Sache durch Elliott vs Peru mit dem Brüssel-Coup Ende 2000. Seitdem überschlagen sich die Betrachtungen zu diesem Thema; allerdings wohl nur in akademisch-rechtlichen Zirkeln in den USA. Im deutschen Sprachraum konnte ich trotz intensivster Suche bis Anfang 2004 nichts finden. Da erschien Gintaras Shlizhuys Analyse: So unter einigen anderen: „Sovereign Piracy“ von xxxxxxxxxxxxxxxxxxx

In den meisten Darlehens-Vereinbarungen und Restrukturierungs-Vereinbarungen ist die Pari Passu Klausel barmherzig (mercifully) kurz. Eine typische Pari Passu Darstellung (representation) in einer souveränen Darlehens-Vereinbarung (sovereign loan agreement) liest sich möglicherweise:

Pari Passu. Die Verpflichtungen des Kreditnehmer (borrower) unter dieser Vereinbarung ist gleichrangig (rank at least) Pari Passu im Recht der Bezahlung mit allen anderen äußeren Verschuldungen (External Indebtness) des Kreditnehmer.

Im Original lautet diese Passage:

“...Pari passu. The obligations of the Borrower under this Agreement rank at least pari passu in right of payment with all other External Indebtedness of the Borrower...”

Diese Darstellung ist häufig begleitet mit einer Zusicherung (covenant), in substanzuell identischer Sprache aber in Zukunftsform (future tense), mit welcher der Kreditnehmer verspricht, dass er die Gleichrangigkeit (the pari passu ranking) dieses Darlehens (loan) mit des Kreditnehmers anderer äußerer Verschuldung in Zukunft beibehalten will.

Irgendwann einmal wird man zusammenstoßen (one sometimes encounters an inquisitive borrower) mit einem inquisitorisch fragendem Kreditnehmer, der fragt wieso diese, kleine Briese des Tibers sich durch die Seiten seiner Kreditvereinbarung durchgekräuselt hat (ruffled through). Das ist der Beginn des Spaßes (**This is when the fun starts**<sup>4</sup>). „Es bedeutet du (sie) kannst nicht irgendeines Anderen<sup>5</sup> Darlehen zurückzahlen, wenn du nicht auf dem Laufenden mit deinen Zahlungen auf dieses<sup>6</sup> Darlehen bist“, so werden es manche Banker erklären. „Es bedeutet, du<sup>7</sup> kannst keine Präferenz (preference) an einige andere Gläubiger (creditor) geben, die du nicht zur selben Zeit an uns<sup>8</sup> gibst“, wird die Interpretation angeboten von anderen sein. „Mach dir nichts draus (don't worry), es ist Standard Papierkram<sup>9</sup> (standard bumf), die einigen wenigen rechtschaffenen (the honest few) wollen dies sagen, wie sie schnell die Seite wenden (as they quickly flip the page).

Im Zusammenhang mit einem Darlehen an einen Firmen-Kreditnehmer, die Bitte des Kreditgeber (lenders) (request) um eine Pari Passu Ermächtigung (warranty) ist verstehbar. Im Ereignisfall eines Konkurses (bankruptcy) oder zwangsmäßigen Aufteilung (compulsory

---

<sup>4</sup> Ich muss zugestehen: an dieser Stelle begann auch bei mir der Spaß (Freude) richtig. Hervorhebungen etc. von mir. Der originale, authentische Text ist in der IFLR 12/91 Seiten 11 und 12 nachzulesen. Ein OCR-Scan (mit den eigentümlichen Fehlern) ist in einer Endnote angefügt.

<sup>5</sup> Konkret heißt das: Die Bedienung der Umschuldungsbonds der Argentinier. (um bei einer früher eingeführten personalisierten Darstellung zu bleiben: die Neuanleihen von Herrn „Sparer“, der treuherzig getauscht hat).

<sup>6</sup> Und dies heißt: Laufende (notfalls pro rata Zahlungen) auf unsere Argentinien-Alt-Anleihen, die sich im default befinden.....da kommt Freude auf.... (in der personalisierten Darstellung: die Altanleihen, die Herr „Hold-Out“ nicht getauscht hat.

<sup>7</sup> „Du“ ist in unserem Falle natürlich Argentinien, rechtlich vertreten con cgsh.

<sup>8</sup> „Uns“, das sind natürlich wir.....

<sup>9</sup> Mein Langenscheidt bietet auch das Wort „Klopapier“ an.

distribution) der Vermögenswerte (assets) des Kreditnehmers, der Kreditgeber wünscht nicht überrascht zu werden durch das Auftauchen anderer Gläubiger (creditor), die Ansprüche (claims) gegenüber des Schuldners (debtor's) Konkursmasse (estate) haben, die vorrangig (rank senior) zu ihren eigenen stehen. In den meisten Rechtsordnungen (jurisdiktionen), natürlich, ein Schuldner (debtor) kann nicht unterordnen (subordinate) ein vorrangiges Darlehen (prior loan) ohne die ausdrückliche Zustimmung (express consent) des betroffenen Gläubigers (creditor concerned). Man wird in manchen Ländern mit Situationen konfrontiert (encounter situations) werden, wie immer auch, in denen bestimmte Gläubiger ((zum Beispiel landesansässige Gläubiger (domestic creditors)) im Konkursverfahren einer örtlichen Firma Vorrangigkeiten (preference in the bankruptcy) haben<sup>10</sup>.

Der Original-Cartoon aus der IFLR 12/1991<sup>11</sup>



Zusätzlich, viele Konkursordnungen (bankruptcy regimes) spezifizieren bestimmte Typen von Ansprüchen (claims) (solche wie Steueransprüche (tax claims) oder Ansprüche von Arbeitnehmern an Lohn (wages)) denen eine Vorrangigkeit (priority) im Konkurs durch Gesetz gegeben werden (by operation of law). Es wird üblicherweise nicht für notwendig

<sup>10</sup> Als Beispiel dafür eine Eigenartigkeit des argentinischen Rechtsregimes: (aus: Buchheit/Pam THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS dort auf Seite 26) abrufbar unter: [http://www.emta.org/keyper/Pari%20Passu%20Clause%20in%20Sovereign%20Debt%20Instruments%20\(corrected%2011%20Dec%2003%20draft%20\).pdf](http://www.emta.org/keyper/Pari%20Passu%20Clause%20in%20Sovereign%20Debt%20Instruments%20(corrected%2011%20Dec%2003%20draft%20).pdf)

“...Other unexpected hazards awaited the international lender that assumed its credits would rank equally with a borrower's other obligations (apart from Statutory Preferences and Secured Debts) in the event of the bankruptcy of the borrower. In 1972, for example, Argentina enacted laws that perpetuated a practice (dating back to 1862) of subordinating the claims of foreign creditors in the bankruptcy of an Argentine borrower. The subordinated foreign creditor could not even file its claim until all local creditors had been paid in full....” Näher dazu: See generally Emilio J. Cardenas, International Lending: Subordination of Foreign Claims Under Argentine Bankruptcy Law, in David Suratgar (ed.), DEFAULT AND RESCHEDULING 63 (1984).

Diese Regelung ist auch unter dem Aspekt der so genannten “verbürgten Gegenseitigkeit” von höchstem Interesse (das wird sich für viele erst später in seiner Tragweite erschließen; dann ist es aber wohl auch nicht mehr von praktischer Bedeutung, da alles „abgegrast“ ist).

<sup>11</sup> Wenn ich den Cartoon richtig interpretiere, so bittet Buchheit um das Gehör der Freunde, „Souveräne-Schulden-Verhandler“ und Bankiers, um auf die Problematik der Pari-Passu-Klausel hinzuweisen. Aber, wie wir sehen, hat es nicht viel genutzt.

erachtet die Pari Passu Klausel (pari passu clause) mit Rücksicht auf diese Art von Ansprüchen zu qualifizieren, da die Klausel, nach ihren Bedingungen (terms), typischerweise nur über die Rangfolge von Darlehen (loans) in Relation zu anderer Verschuldung (Indebtedness) oder externer Verschuldung (External Indebtedness) (wie definiert (as defined)) des Kreditnehmers spricht. Ansprüche, die sich einer geregelten Präferenz (statutory preference) erfreuen in Konkursverfahren, wie Steuern (taxes) und Lohnansprüchen (employee wages), werden oft nicht aufgenommen durch eine Standarddefinition (standard definition) von Verschuldung oder Äußerer Verschuldung.

Ein getrenntes Thema (separate issue) steht in Verbindung zur Bedeutung der Pari Passu Regel im Zusammenhang mit besicherter Verschuldung (secured indebtedness) des Kreditnehmers. Besicherte Gläubiger (secured creditors) werden, natürlich, sich einer Vorrangigkeit (preference) im Konkursverfahren eines Firmen-Kreditnehmers (corporate borrower) erfreuen. Aber es ist nicht immer klar, ob die Phrase (phrase) „...gleichrangig in der Vorrangigkeit der Zahlung“ („...ranks pari passu in priority of payment“) beabsichtigt (intended) sich zu beziehen auf beides zu rechtlich vorrangiger Verpflichtungen (legally senior obligations) der Art wie oben beschrieben ebenso (as well as) auf Verpflichtungen (as obligations) welche sich einer praktischen Vorrangigkeit (practical preference) erfreuen aus Kraft des Gesetzes aus der Verpfändung von zusätzlicher Sicherheit (virtue of the pledge of collateral security).

Einige Anwälte (lawyers) (den Autor eingeschlossen) ((including the author)) glauben dass die herkömmliche (conventional) Pari Passu Klausel nicht so gelesen werden sollte, dass sie die zusätzlichen Sicherheiten abdeckt (as covering collateral security). Es ist aus dem Grunde, das der Klausel oft vorangestellt ist (preced in text) in einem Darlehensvertrag von einer „keine Pfandrecht“ Darstellung („no liens“ representation) ( bestätigend das der Darlehensnehmer vorgängig keine Sicherheitsansprüche an seinen Vermögenswerten, ausgenommen solche, die in einem Anhang zum Vertrag identifiziert sind ((confirming that the borrower has not previously given security interests in its assets except for those identified in a schedule to the agreement)), und gefolgt werden von einer eine Verpfändung verneinenden Vertragsklausel (negative pledge covenant) ( mit der der Darlehensnehmer unternimmt zu geben gleiche (equal) und anteilmäßige Sicherheit (ratable security) an den Darlehensgeber sollte er in der Zukunft einen Sicherheitsanteil (security interest) an einige andere Gläubiger einräumen (grant)). Diese Sicht wird nicht von allen Praktikern (practioners) im Feld (in the field) geteilt. Um jeden Zweifel im Verstand des Lesers dieser Klausel an diesem Punkt zu entfernen, viele Pari-Passu-Repräsentanten (pari passu representatives) begrenzen sich ausdrücklich selbst und bestätigen die Rangfolge der Darlehen in Bezeichnungen der ungesicherten Verschuldung des Darlehensnehmer (expressly limit themselves to confirming the ranking of the loan in terms the borrower's unsecured indebtedness).

## Souveräne Darlehen

Was Sinne macht im Zusammenhang mit einem Darlehen (loan) an einen Firmen-Darlehensnehmer (corporate borrower) macht keineswegs immer Sinn, oder gar den selben Sinn, im Zusammenhang (context) mit einem Darlehen an einen souveränen Darlehensnehmer (sovereign borrower). Souveräne (Staaten) (Sovereigns) sind nicht Gegenstand (subjekt) von

Örtlichen (domestic) Konkursregimen (bankruptcy regimes) noch ist es wahrscheinlich das die Vermögenswerte des Souveräns<sup>12</sup> (sovereign's assets) zwangsverwaltet (von Vollzugsbeamten) (marshalled) und an die Gläubiger verteilt werden ohne die Zustimmung des Souveräns.

---

<sup>i</sup> In dieser Endnote ist der komplette Aufsatz von Buchheit in einem Stück wiedergegeben. (als OCR-Scan mit leichten Fehlern, aber nicht den Sinn verfälschend); da kann sich dann jeder Interessierte einen unverfälschten Eindruck des Textes verschaffen :

## Sovereign debt column

### The *pari passu* clause

#### *sub specie aeternitatis*

What does *aparipassu* clause really mean in the context of loans to sovereign borrowers? Lee C Buchheit of Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, New York explains

There is nothing like a dollop of Latin to give the legal porridge just the right consistency. And no banker worth his or her *praecipuum* would ever dream of sending out a Eurodollar loan agreement which did not include something called a *pari passu* clause. The fact that no one seems quite sure what the clause really means, at least in the context of a loan to a sovereign borrower, has not stunted its popularity among drafters of loan agreements and debt restructuring agreements.

### The clause

In most loan agreements or debt restructuring agreements, the *pari passu* clause is mercifully short. A typical *pari passu* representation in a sovereign loan agreement might read:

*Pari passu.* The obligations of the Borrower under this Agreement rank at least *pari passu* in right of payment with all other External Indebtedness of the Borrower.

---

<sup>12</sup> Souverän: im Sinne von souveräner Staat und nicht im Sinne von Volk als Souverän.

---

This representation is frequently accompanied by a covenant, in substantially identical language but in the future tense, by which the borrower promises that it will maintain the *pari passu* ranking of the loan with the borrower's other external indebtedness in the future. One sometimes encounters an inquisitive borrower who asks why this little breeze off the Tiber has ruffled through the pages of his loan agreement. This is when the fun starts. 'It means you can't pay back somebody else's loan if you're not then current on your payments under this loan', is how some bankers may explain it. 'It means you can't give a preference to some other creditor that you are not at the same time giving to us', will be the interpretation offered by others. 'Don't worry, it's standard bumf, the honest few will say as they quickly flip the page.

In the context of a loan to a corporate borrower, the lenders' request for a *pari passu* warranty is understandable. In the event of a bankruptcy or compulsory distribution of the borrower's assets, the lenders do not wish to be surprised by the appearance of other creditors holding claims against the debtor's estate that rank senior to their own. In most jurisdictions, of course, a debtor cannot subordinate a prior loan without the express consent of the creditor concerned. One does encounter situations in some countries, however, in which certain creditors (for example, domestic creditors) are given a preference in the bankruptcy of a local company.

In addition, many bankruptcy regimes specify that certain types of claims (such as tax claims or employee claims for wages) will be given a priority in bankruptcy by operation of law. It is not usually thought necessary to qualify the *pari passu* clause in respect of this latter type of claim because the clause, by its terms, typically speaks only to the ranking of the loan in relation to other Indebtedness or External Indebtedness (as defined) of the borrower. Claims which enjoy a statutory preference in bankruptcy such as taxes and employee wages are often not picked up by a standard definition of Indebtedness or External Indebtedness.

A separate issue relates to the relevance of the *pari passu* clause in the context of the borrower's secured indebtedness. Secured creditors will, of course, enjoy a preference in the bankruptcy of a corporate borrower. But it is not always clear whether the phrase '... ranks *pari passu* in priority of payment' is intended to refer both to legally senior obligations of the kind described above as well as obligations which enjoy a practical preference by virtue of the pledge of collateral security.

Some lawyers (including the author) believe that the conventional *pari passu* clause should not be read as covering collateral security. It is for this reason that the clause is often preceded in the text of a loan agreement by a 'no liens' representation (confirming that the borrower has not previously given security interests in its assets except for those identified in a schedule to the agreement), and followed by a negative pledge covenant (by which the -borrower undertakes to give equal and ratable security to the lender should it grant a security interest in the future to some other creditor). This view is not shared by all practitioners in the field. To remove any doubt in the mind of the reader of the clause on this point, many *pari passu* representatives expressly limit themselves to confirming the ranking of the loan in terms of the borrower's unsecured indebtedness.

## Sovereign loans

What makes sense in the context of a loan to a corporate borrower does not always make sense, or at least make the same sense, in the context of a loan to a sovereign borrower. Sovereigns are not subject to domestic bankruptcy regimes nor is it likely that a sovereign's assets can be marshalled and distributed to creditors without the sovereign's consent. Accordingly, when a sovereign promises in a loan agreement that the loan will rank *pari passu* with all of the sovereign's other external indebtedness, the lender is not being told anything about where it will stand in a queue of bankruptcy creditors. In the absence of this explanation for the presence of the clause, a goodly number of bankers (and more than a few sovereign borrowers) seem to believe that the *pari passu* covenant is there to compel the borrower to pay all of its external debt on a ratable basis (either in terms of the amount, or the timing, of debt service payments), or at least to prevent the borrower from giving a

---

practical preference (such as pledging an asset) to one creditor that it does not also give to the others.

A good case can be made that the standard *pari passu* clause does neither of these things. The existence of a conventional *pari passu* undertaking in a loan agreement will have no effect on the sovereign borrower's legal ability to pay one creditor even if it is then in default on its payment obligations to other creditors, to prepay one lender or group of lenders ahead of some others or to pledge assets to secure the borrower's obligations under one loan without giving equal security in respect of its other indebtedness. If a lender wants these protections, it must search for them in other clauses of the loan agreement or restructuring agreement. For example, it is the 'mandatory prepayment clause' that restricts non-ratable prepayments of other debt, the 'sharing clause' that effectively prevents disproportionate payments to one lender in a syndicate ahead of other syndicate members and the 'negative pledge clause' that constrains the pledging of collateral to secure future indebtedness.

If it, doesn't stop the sovereign borrower from making preferential payments to some lenders ahead of others, what purpose does the *pari passu* clause serve in a loan agreement for a sovereign borrower? The answer is this: if a sovereign borrower intends as a practical matter to discriminate among its creditors in terms of payments, the *pari passu* undertaking will at least prevent the sovereign from attempting to legitimise the discrimination by enacting laws or decrees which purport to bestow a senior status on certain indebtedness or give a legal preference to certain creditors over others.

In terms of protection for the lenders, this may strike some folks as rather thin. A few commentators have speculated that the *pari passu* clause ought to be interpreted more broadly to prevent, for example, the earmarking of revenues of the government or the allocation of its foreign currency reserves to a single creditor (See, eg P Wood, *Law and Practice of International Finance* §6.3(3) (1980) and Tudor John, 'Sovereign Risk and Immunity under English Law and Practice' in *International Financial Law* 2nd ed 96 (R Rendell, ed 1983)). The apparent moral for the sovereign borrower is this: you can do pretty much whatever you want in discriminating among creditors (in terms of who gets paid and who does not), but do not try to justify your behaviour by taking steps that purport to establish a legal basis for the discrimination.

## Drafting variations

Some drafters of loan agreements seem to recognise that the conventional *pari passu* covenant throws only a blubbery arm in the path of a sovereign borrower intent on mischief.

Tinkering with the text of the clause to give it some additional muscle is therefore common. For example, some drafters prefer the formulation that the borrower's obligations will rank '*pari passu* in priority of payment and in all other respects' with the borrower's other external indebtedness. Just what is meant by the last four words of this formulation is left to the reader's imagination. Presumably, however, the drafter is intending to sweep in the notion of collateral security in addition to a strict concept of legal seniority. A slightly different formulation which makes this clear is: '*pari passu* in priority of payment and security...'

Very infrequently, one stumbles across the following variation: 'The Borrower's obligations under this Agreement will rank *pari passu* in priority of payment with all other External Indebtedness of the Borrower and will be paid as such'.

A sovereign borrower confronted with this formulation of the clause may squirm a bit. The last few words ('and will be paid as such') arguably evidence a separate undertaking of the

borrower which prescribes how the borrower is to behave in terms of actually making payments. With the addition of this language, the clause restricts both what the sovereign can do by way of attempting to bestow the legal status of 'senior' on certain creditors (this much is the import of the conventional *pari passu* language) , and what the sovereign can do in practice in terms of paying such creditors as though they enjoyed a senior status.

The mother of all *pari passu* clauses, however, was found in a loan agreement that had been mouldering in the author's files for many years. The draftsman of this clause was obviously determined to hit his target, regardless of the size of the projectile.

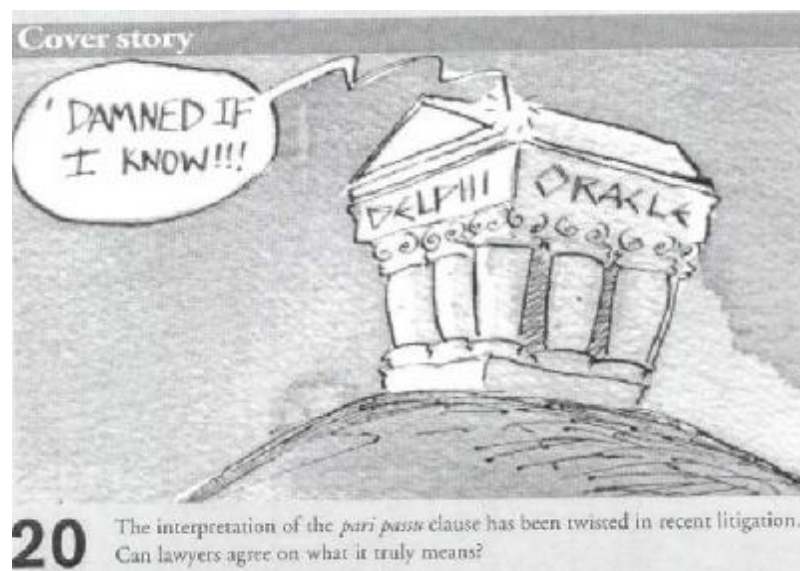
*Pari passu* status. The obligations of the Borrower to pay the principal of and interest on the Loans shall at all times rank senior to, or *pari passu* with, all other indebtedness, direct or contingent, of the Borrower for borrowed money, payable, or which at the option of Borrower or a creditor may become payable, in Dollars or any currency other than [local currency] without any preference in favour of any such other indebtedness by reason of priority of the date of issue, priority by reason of form, security therefor by way of pledge, assignment, mortgage, security interest or any other encumbrance on gold or holdings of foreign currency deposits, agreements to maintain deposits, agreements to turn over specific moneys or in any other way, direct or indirect, express or implied, or by way of any other agreement, or other terms or provisions.

This clause blends the normal *pari passu* protection with a limitation on the borrower's ability to create preferences by pledging security or entering into other arrangements that have the practical effect of ensuring that some other creditor will get paid if the borrower runs into financial difficulties. The reference to 'direct or indirect, express or implied' is obviously intended to frighten off some future reader who might otherwise be disposed to carve rather fine distinctions into the bristling hide of the drafters handiwork.

International Financial Law Review December 1991

Nachsatz:

Auch Februar 2004 ist Buchheit mit seiner Weisheit wohl noch nicht viel weiter:



Wie aus oben stehendem Cartoon zu erkennen ist.

Abrufbar unter:

<http://www.euromoneyplc.com/ecamp/IFLRContsFeb.pdf> (Inhalt IFLR 2/2004)

[rolfjkoeh@web.de](mailto:rolfjkoeh@web.de) C:\Dokumente und Einstellungen\rolf\Eigene Dateien\embi\embi-04-09\buchheit-IFLR\aeternitatis\übersetzung-interpretation\The PPC-deutsch-cartoon-endn-feb04-v-10.doc Erstelldatum 06.09.2004 12:47:00 Seite 8 von 9

