

# Einige Gedanken über die Konsequenzen der *Pari-Passu-Clause (PPC)*

## Vorbemerkungen

Die Grundlegende Problematik der Vollstreckung erlangter Zahlungsurteile gegen die Republik Argentinien bzw. Provinz Buenos Aires führt uns, neben vielen anderen Überlegungen<sup>1</sup>, zur Frage der Bedeutung und Konsequenzen der Pari Passu Klausel (im folgenden PPC).

Dabei muss deutlich unterschieden werden zwischen dem Ansatz Zahlungsströme Argentinien zur Bedienung der Umschuldungsbonds zu pfänden, bevor sie ins Eigentum der neuen Anleihegläubiger übergehen. Diese Zahlungen sind nämlich dem nicht hoheitlich geschützten Eigentums Argentinien zuzurechnen und können „abgegriffen“ werden.

Ganz anders ist der Ansatz der PPC gelagert. Sie gründen auf einer vertraglich zugesicherten Gleichrangigkeit von Verbindlichkeiten und deren Zahlungsströme (zu ihrer Bedienung) zum jetzigen und auch allen zukünftigen Zeitpunkten. Damit sind die neuen Umschuldungsbonds und deren Zinszahlungen vertraglich geregelt gleichrangig und müssen, notfalls pro Rata, an alle Gläubiger, ob Alt- oder Neugläubiger, ausgeschüttet werden. Bei Verstößen gegen diese vertragliche Verpflichtung machen sich, bei Kenntnis, sogar Neugläubiger prozessual angreifbar, die die neuen Zinsströme vereinnahmt haben. (da kommt Freude auf).

In der PPC steckt ein explosives Potential, das von den meisten Beobachtern der Klageszene gegen souveräne Staaten aus defaulten Bonds wohl noch gar nicht erkannt wurde<sup>2</sup>. Dieser

---

<sup>1</sup> Eine mit Stand 3.12.04 aktuelle Übersicht dieser Überlegungen ist abrufbar unter: <http://www.abdreco.de/materialien/chance-risiko-profil-argentinien-klagen-v-31.pdf> . Aus der Übersichtsseite <http://www.abdreco.de/materialien/matrialien-dispatcher.htm> kann nach der jeweils aktuellsten Version gesucht werden.

<sup>2</sup> Mich treibt die PPC-Problematik in Zusammenhang mit Argentinien bereits geraume Zeit an, wie an diesem Posting im Wiebel-Board vom 17.12.2003 abzulesen ist: „...das ist das heisseste was ich bislang mitbekommen habe.... Abgeschickt von rolf (analyse) am 17 Dezember, 2003 um 09:18:43 Regarding government debt, yesterday a local paper reported that the government is about to change the payment mechanism on Bodens at Euroclear. If this is confirmed, we believe it would reveal that the government’s lawyers see non-trivial risks of attachment of dollar Boden payment flows in Euroclear based on the implications of Nicaragua’s case. It seems the government would send the payment to individual investors, as opposed to letting Euroclear distribute. \*\*\*\*\* aus s0 posting etwas weiter unten stammt von jpmorgan die hier angesprochenen arg-anwälte sind wohl cgsh in new york das ganze ist von einer brisanz und tragweite, die garnicht hoch genug eingeschätzt werden kann..... wir werden weiter intensiv daran arbeiten...“ (Formatierung verrutscht; Original abrufbar unter: <http://b-wiebel.de/forum/messages/27284.html> )

Ansatz wurde bisher in 3 Fällen gegen souveräne Staaten genutzt: **Elliott vs Peru** , **Leucadia vs Nicaragua** und **Red Mountain vs. Congo** .

Dass es nicht wesentlich mehr Fälle<sup>3</sup> sind, ist eigentlich nicht verwunderlich. So wurden doch die Zahlungseinstellungen souveräner Staaten in den letzten Jahrzehnten einigermaßen einvernehmlich geregelt. Erst Argentinien war es vorbehalten, zu einer Vielzahl von Klagen zu führen, in denen der Ansatz der PPC extensiv eruiert werden wird.

Einen ersten, spektakulären Erfolg mit gerichtlicher Anwendung der PPC hatte **Elliott** in Brüssel<sup>4</sup> (Sitz von Euroclear) als er im Jahre 2000 den souveränen Staat **Peru** zwang, an ihn ca. 58 Mio. USD „freiwillig“ zu zahlen, da Peru sonst ein Brady-Bond „um die Ohren geflogen“<sup>5</sup> wäre. Dieser Vorgang hat die interessierten „**Legal Scholars**“<sup>6</sup> in hellste Aufruhr versetzt: Er erfuhr einen ersten Höhepunkt in der Arbeit von **G. Mitu Gulati** und **Kenneth N. Klee** „**Sovereign Piracy**“<sup>7</sup>.

Im Zusammenhang mit der Argentinienkrise hat es Roubini<sup>8</sup> und Setser auf den Punkt gebracht<sup>9</sup>:

*„.....2. Hope the Southern District court of New York reduces incentives for holdout litigation. The interpretation of the pari passu clause in New York law bonds adopted by the Belgian courts in the Peru-Elliott case increased the risk that holdout litigation will disrupt consensual sovereign debt restructurings. The ruling of the Belgium courts gave holdouts the ability to hold up payments on the new bonds that emerge from a restructuring, vastly increasing holdouts' leverage and the incentive to holdout. But*

---

<sup>3</sup> Weiter hinten werden noch eine Handvoll weiterer einschlägiger Rechtsstreite aufgeführt, die einen gewissen Bezug zur PPC haben.

<sup>4</sup> **Elliott Assocs LP. V. Banco de la Nation**, General Docket No. 2000/QR/92 (Court of Appeals of Brussels, 8th Chamber, Sept. 26, 2000). Der Fall wird weiter hinten ausführlicher erörtert.

<sup>5</sup> Aus dem Abstract des „Sovereign Piracy“: „...Abstract: Sovereign Piracy lays bare the recent efforts of vulture investor Elliott Associates to holdup the Government of Peru. When Peru tried to restructure its Brady Bonds Elliott launched global litigation to tie up the money and force Peru into default. A Brussel's court brought Peru to its knees and forced it to settle with Elliott. Elliott's leverage was based on its novel interpretation of the so-called pari passu clause which requires a debtor's creditors to rank equally....“ ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=272194](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=272194) ).

<sup>6</sup> Bei näherer Betrachtung erweisen sich die meisten dieser „Rechtsgelehrten“ als im Interessenumfeld der souveränen Staaten angesiedelt, die eine weite Auslegung der PPC für ihre enteignungsgleichen Umschuldungsbemühungen als hinderlich ansehen.

<sup>7</sup> Es ist schon bezeichnend, wenn die rechtlich erfolgreiche Durchsetzung von Anleihebedingungen durch Gläubiger (die sich auf die Verträge und das Recht verlassen haben) gegen souveräne Schuldner von interessierter Seite als Piraterie bezeichnet werden. Es sei kurz auch an die Bothe-Haffner-Qualifizierung der Hold-Outs als krankhaftes Randphänomen erinnert.

<sup>8</sup> Roubini scheint wohl auch die Sympathien der argentinischen Regierung zu haben; so wurde er doch als Zeuge der arg. Regierung in dem Schiedsverfahren (CISDI) einer Gasfirma in Paris benannt.

<sup>9</sup> Auf Seite 12 der Arbeit mit dem Titel „The Reform of the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems, Proposed Solutions and the Argentine Episode“ hier ein Entwurf von April 2004; abrufbar unter: <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/debtreform.pdf>

*the U.S. courts have yet to rule on this point of law – and it is likely that the Belgian courts will ultimately follow the lead of the U.S. courts. This risk of holdout litigation would be significantly reduced if the U.S. courts adopt the more traditional interpretation of the pari passu clause supported by the U.S. Treasury, the New York Fed (both of whom have filed amicus briefs in a recent court case) and a number of legal scholars (see Pam and Buchheit (2003))....”*

Der letzte Satz aus obigem Zitat ist doch recht bemerkenswert: werden dort doch „**legal scholars**“ (Rechtsgelehrte) als „Zeugen“ dafür benannt, dass die Pari Passu Clause (im weiteren PPC) traditionell, also im engen Sinne (im englischen: narrow interpretation) auszulegen sei. Wer sich die Vitae von Pam und Buchheit ansieht, wird feststellen, dass beide an prominenter Stelle<sup>10</sup> bei Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton (im weiteren cgsh<sup>11</sup>) in New York stehen. Und da jeder weiß, dass cgsh Argentinien weltweit bei der enteignungsähnlichen Umschuldung hilft und rechtlich in den zahlreichen Rechtsstreiten in den verschiedensten Jurisdiktionen vertritt, wird er so schnell die interessengeprägte Interpretation der PPC erkennen. Bezeichnend für diesen Ansatz ist das Papier von Pam/Buchheit<sup>12</sup> mit dem Titel: „**THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS** Lee C. Buchheit [lbuchheit@cgsh.com](mailto:lbuchheit@cgsh.com) Jeremiah S. Pam [jpam@cgsh.com](mailto:jpam@cgsh.com)“.

Ein weiterer Versuch der PPC in Brüssel (Sitz von Euroclear) von **LNC Invs. LLC (Leucadia)** im Zusammenhang mit so genannten **Indemnifications Bonds** des Staates **Nicaragua**<sup>13</sup> hat zwar in der ersten Instanz zu einem Erfolg geführt, wurde zweitinstanzlich jedoch aufgehoben. Dies erfolgte aber nicht mit Begründungen die der PPC zu wider liefen, sondern mit der sehr engen Bewertung Euroclear sei nicht Beteiligter (Partei) bei der Vereinbarung der PPC zwischen LNC und Nicaragua<sup>14</sup> gewesen. Eine etwas ausführlichere Diskussion dazu weiter hinten. Eine endgültige Entscheidung ist für Anfang 2005 zu erwarten.

Der 3. Fall ist **Red Mountain Fin., Inc v. Democratic Republic of Congo**<sup>15</sup> and Nat'l Bank of Congo. Dort untersagte der Richter ausdrücklich dem Staate Congo, Zahlungen in

---

<sup>10</sup> Lee C. Buchheit is a partner based in the New York office. <http://cgsh.com/english/lawyers/bio.aspx?id=5954>  
Jeremiah S. Pam is an associate based in the New York office <http://cgsh.com/english/lawyers/bio.aspx?id=6128>

<sup>11</sup> [www.cgsh.com](http://www.cgsh.com) ist die Internetadresse von Cleary.

<sup>12</sup> Abrufbar unter: <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Pam.pdf>

<sup>13</sup> **LNC Invs. LLC v. Republic of Nicaragua**, Docket No. 240/03 (Brussels Commercial Ct., Sept. 11, 2003). Dieser Fall wird ebenfalls weiter hinten ausführlich dargestellt.

<sup>14</sup> **République Du Nicaragua contre LNC Invs. LLC, Euroclear Bank S.A.**, General Docket No. 2003/KR/334 (Ct. App. of Brussels, 9th Chamber, Mar. 19, 2004).

<sup>15</sup> **Red Mountain Fin., Inc v. Democratic Republic of Congo** and Nat'l Bank of Congo, Case No. CV 00-0164 R (C.D. Cal. May 29, 2001).

Zusammenhang mit seiner Auslandsverschuldung zu tätigen, ohne eine proportionale Zahlung an Red Mountain<sup>16</sup>.

Geradezu prophetische Gaben müssen bereits im Jahre 1991 **Lee C. Buchheit** zu einem bemerkenswerten Aufsatz in der IFLR bewogen haben. Unter dem Titel „**The Pari Passu Clause Sub specie aeternitatis**“ beschreibt er witzig und originell die (in seinen Augen) kaugummiartige Beschaffenheit der PPC. In meinen Augen ist die PPC von eindeutiger Klarheit und Aussagekraft. Dieser Artikel mit einem ersten Übersetzungsversuch ist abrufbar unter: <http://argentinien-klage.org/pari-passu-diskussion/aeternitatis-buchheit-pari-passu-clause.pdf> . Erstaunlicher Weise hat diese in dem Artikel zum Ausdruck kommende Einschätzung nicht zu einer Klarstellung der PPC in internationalen Bond-Kontrakten geführt. Diesen Fehler versucht jetzt cgsh in New York bei Judge Griesa zu Gunsten seines zahlungskräftigen Mandanten Argentinien auszubügeln.

Meine kleine Gruppe wird alles rechtlich Mögliche daran setzen, dass zumindest im europäischen Rechtsraum eine **weite, umfassende (broad) (belgisches Appellationsgericht<sup>17</sup>) Interpretation der PPC** Gerichtsstandard wird und Argentinien damit gezwungen wird, seine vertraglich eingegangenen Verpflichtungen zu erfüllen.

Im Übrigen: Argentinien scheint, was den Bruch von vertraglich eingegangenen PPC-Verpflichtungen anbelangt, durchaus über Erfahrungen zu verfügen. Siehe dazu folgende 2 Aufsätze von Brown in der IFLR:

- "Argentina: Problems With Sharing Payments Continue", IFLRev (Jul. 1982), at 39
- "Did Argentina Breach Pari Passu Covenants?", IFLRev (May 1984), at 35

Diese Beiden Aufsätze interessieren mich brennend. Wer hat Zugriff darauf und kann sie mir zukommen lassen ?

## Vorgeplänkel in New York 2003/2004

Die New Yorker Anwälte Argentinien, Cleary, Gottlieb ([www.cgsh.com](http://www.cgsh.com) ) haben die weitest reichenden Probleme erkannt und bereits Ende 2003 (12.12.2003 ?) einen Antrag (Motion) in

---

<sup>16</sup> Zitiert nach **Bruno**: "...The judge expressly enjoined Congo from making any payments in respect of its External Indebtedness (as defined in the loan instruments defaulted) without making a "proportionate payment" to Red Mountain..."

<sup>17</sup> Da Appellationsgericht in Brüssel hat 2000 erstmals in Elliott vs. Peru diese weit umfassende Interpretation der PPC gerichtsnotorisch gemacht.

New York bei Judge Griesa<sup>18</sup> präsentiert, mit der Zielrichtung einer **engen (narrow) (Harvard Law School<sup>19</sup>) Interpretation der PPC**. Die Bezeichnung lautet in etwa wohl:

**....Motion of the Republic of Argentina Pursuant to CPLR § 5240 to Preclude Plaintiff Judgment Creditors from Interfering with Payment to Other Creditors....** (Formulierung des New York Clearinghouse)

bzw. in der Formulierung der Federal Reserve of New York:

**....DEFENDANT'S MOTION FOR AN ORDER PURSUANT TO CPLR 5 5240 DENYING PLAINTIFFS THE USE OF INJUNCTIVE RELIEF TO PREVENT PAYMENTS TO OTHER CREDITORS....**. (Formulierung der Federal Reserve of New York)

Diese Motion liegt mir leider nicht vor, so dass ich hier nur aus sekundären Quellen auf die genauen Formulierungen und Stossrichtungen schließen kann. An anderen Quellen liegt mir ein ganzes Bündel von Dokumenten zu diesem Thema vor. Siehe dazu im Anhang eine Auflistung.

Die Motion wird „aufgesetzt“ auf 2 bzw. 3 erfolgreiche Klagen gegen Argentinien:

- **Macrotecnic Int'l Corp. v. Republic of Argentina, No. 02 CV 5932** (TPG)
- **EM Ltd. v. Republic of Argentina, No. 03 CV 2507<sup>20</sup>** (TFG)
- **NML Capital Ltd. v. The Republic of Argentina 03 CV 8845<sup>21</sup>**

Die Bedeutung wird durch die verschiedenen Memoranden weiterer interessierter Gruppen deutlich. Im Einzelnen haben sich (unter anderen) folgende Interessengruppen **unterstützend für die Position der Republik Argentinien** in einer „engen“ (narrow) Auslegung der PPC zu Wort gemeldet:

1. **STATEMENT OF INTEREST OF THE UNITED STATES<sup>22</sup>** vom 12.1.2004. Die Zielrichtung in Kürze: *“...Because allowing judgment creditors recourse to such*

---

<sup>18</sup> The **Honorable Thomas P. Griesa**, United States District Court, United States District Court for the Southern District of New York, United States Courthouse, 40 Centre Street, Room 1630, New York, New York 10007-1581,

<sup>19</sup> Shlizhyus hat in seiner Arbeit „Argentiniens Umschuldung – „Terminator-3“?“ diese Bezeichnung gewählt, um den Hintergrund der us-amerikanischen Denkschule zu kennzeichnen. Ich sehe eher das **interessengeprägte Umfeld von Cleary, Gottlieb und Lee C. Buchheit** dahinter stehend.

<sup>20</sup> Urteilstext abrufbar unter: <http://www.nysd.uscourts.gov/courtweb/pdf/D02NYSC/03-07516.PDF>

<sup>21</sup> Die Republik Argentinien “setzt auf” EM Ltd. und Macrotecnic auf; die Anwälte von NML auf NML; sie klagen für ihren Mandanten etwa 172 Mio. USD ein. NML Ltd. wird dem Umfeld von Elliott zugerechnet.

<sup>22</sup> DAVID J. KELLEY, **United States Attorney for Southern District of New York**, 33 Whitehall Street.8th Floor, New York, New York 10004 Tel.: (212) 637-2678, Fax: (212) 637-2730

*enforcement mechanisms would have adverse consequences on the prospect for voluntary debt restructuring and on the stability of international financial markets, the United States respectfully submits this Statement of Interest to express the view that debtors should be restricted from pursuing such enforcement mechanisms as contrary to United States policy....”*

2. Memorandum of the New York Clearing House vom 12.1.2004 als amicus curiae. Die Zielrichtung in Kürze “...*the enclosed memorandum addresses the merits of the issue and seeks to highlight for the Court market practices and understanding as they relate to that issue....”*
3. MEMORANDUM OF LAW OF AMICUS CURIAE FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK<sup>23</sup> vom 12.1.2004. Die Zielrichtung ist wie folgt: “...*The Federal Reserve Bank of New York joins the arguments made by the United States in its Statement of Interest filed in this action. Because of its unique role in the payments system, however, with the Court's leave, the Federal Reserve Bank of New York ("New York Fed") submits this Memorandum of Law as amicus curiae in support of defendant, The Republic of Argentina's (the "Republic"). Motion for an Order denying plaintiffs the use of injunctive relief to prevent payments to other creditors based on a reading of Section 1(c) of the Fiscal Agency Agreement of October 19,1994 and/or plaintiffs' bonds issued there under (collectively, the "Pari Passu Clause")....”*
4. ghgh
5. kjkj

Eine weite (broad) Auslegung der PPC mit pro rata payment (belg. Appellationsgericht) wird, unter anderen, von folgenden Gruppen unterstützend für die Positionen der Kläger gegen Argentinien vorgetragen:

1. EMERGING MARKETS CREDITORS ASSOCIATION<sup>24</sup> vom 14.1.2004. Mit folgender Zielrichtung: “...*EMCA supports the views expressed by EM Ltd that the appropriate interpretation of the so-called pari passu clause is not a justiciable controversy properly before this court and that the Court simply lacks the power under Article III of the Constitution to receive briefs and evidence on the question, let alone to decide it. Accordingly, this issue need not, and in fact cannot properly, be decided by the court at this time....”*
2. Die Anwälte von NML Ltd. vom 14.1.2004. Mit folgender Zielrichtung: “...*It is unfortunate that Argentina, a judgment debtor that has (1) defaulted repeatedly on its international bonds and loans, (2) refused to satisfy the judgments issued in these cases, and (3) publicly announced it will do all it can to arrange its affairs so as to avoid repaying its debts to plaintiffs in these actions is attempting to set the*

---

<sup>23</sup> Thomas C. Baxter, Jr. **Federal Reserve Bank of New York** 33 Liberty Street New York, NY 10045 (212)720-5035 Attorney for Amicus Curiae

<sup>24</sup> 120 BROADWAY, 35TH FLOOR•NEW YORK, NY 10271•212-720-0610

*agenda for resolving judgment enforcement-related matters. Nonetheless, if the Court should determine that it is appropriate at this time to address the merits of Argentina's motion, despite the strongly persuasive arguments to the contrary presented by Macrotechnic and EM Ltd., NML respectfully requests permission to participate in proceedings on Argentina's motion because, unlike Macrotechnic and EM Ltd, NML has a strong view as to what the pari passu clauses in the bond documents mean, and is concerned that a decision on Argentina's motion, made without substantive opposition, after discovery, could have an adverse effect on NML's rights...."*

3. **SUPPORTING ARGENTINE SAVERS** IN THE COURTS OF NEW YORK<sup>25</sup> aus dem Januar 2004. Mit folgender Zielrichtung: "...The Argentine government submitted at the end of December 2003 a memorandum in support for its motion to have the United States courts discriminating among unsecured creditors. Specifically, the Argentine government asked U.S. courts to allow prejudice the property rights of those Argentine savers that do not want to accept the big losses included in the repayment proposal (losses of up to 92%). This article argues against the government motion and it is aim at defending the rights of those Argentine investors that want to protect their savings and in doing so have filed legal actions before the courts of New York...."
4. kjkjk
5. fgf

## Vorgängige PPC-Aktionen

### Elliott vs. Peru

1. so gings loslklk
2. fgfg
3. fgf

4. kjkj

#### **5. Das Settlement**

Am 29.9.2000 schlossen Elliot und Peru ein Settlement Agreement.

Der Text lautet (ausschnittsweise):

---

<sup>25</sup> Dr. Eugenio Andrea Bruno Counsel to Argentine Savers 54 11 15 5 690 0993

*"...This Settlement Agreement is entered into on September 29, 2000 among the Republic of Peru ("Peru"), Banco de La Nacion, of Lima, Peru ("Nacion"), Baker & Hostetler, attorneys for Peru and Nacion. Elliott Associates, L.P. ("Elliott"), and Dechert Price & Rhoads ("Dechert"), attorneys for Elliott.*

*1. The parties have agreed to settle the actions pending in the United States District Court of the Southern District of New York, captioned Elliott Associates, L.P., v. Republic of Peru - 96 Civ. 7917 (RWS), Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nacion - 95 Civ. 7916 (RWS), and Elliott Associates, L.P., v. Republic of Peru and Banco de la Nacion - 98 Civ. 8681 (RWS) (the "Actions"), and to dismiss the appeals docketed in the United States Court of Appeals for the Second Circuit as appeals 00-7908, 00-7912, and 00-7928 (the "Appeals"), on the terms set forth herein.*

*2. Peru and Nacion shall pay, or cause to be paid, the settlement amount of Fifty Eight Million Four Hundred and Fifty Thousand United States Dollars (U.S. \$58,450,000.00) (the "Settlement Amount") by wire transfer of immediately available funds within twenty four (24) hours of the execution of this Settlement Agreement by all of the parties but in the event the intervention of non-banking days makes payment within that time impossible, no later than 4.00 p.m. on October 2, 2000, to the account of Elliott's counsel, Dechert as follows:*

*Bank Name: First Union National Bank, Washington, D.C.  
ABA Number: 054001220 ;  
Account Number: 2020000660114  
for the account of Dechert Price & Rhoads,  
Client Trust Account*

*3. Dechert shall hold the Settlement Amount in escrow for the parties pursuant to the terms of this Settlement Agreement. None of the Elliott Parties shall attach, restrain or otherwise encumber the escrowed funds for any reason.*

*4. Immediately upon receipt of the Settlement Amount, Elliott and Dechert shall take all measures available to them in order to have removed, vacated or dismissed within I the next business day following the receipt of the Settlement Amount, all restraints, attachments, injunctions and similar orders relating to the property of Peru and Nacion obtained on behalf of Elliott in actions or proceedings anywhere in the world, and to have such actions and proceedings dismissed or discontinued (with prejudice if available in accordance; with the law of the relevant jurisdiction). Once the aforementioned restraints, attachments, injunctions and any similar orders are removed, vacated or dismissed, and the aforementioned actions or proceedings are dismissed or discontinued, Dechert shall so notify the attorneys for Peru and Nacion, and shall deliver to those attorneys Satisfactions of Judgments with respect to any and all judgments against Peru and Nacion in the Actions, and Dechert shall then deliver the Settlement Amount to Elliott. Each of the parties to this Settlement Agreement shall bear its own costs and expenses, and each waives any claim for damage resulting from any action or proceeding in any jurisdiction.*

*5. The parties shall cooperate with each other, and cause their respective counsel to do the same, in connection with the execution of any other or additional documents necessary to bring about the termination of the Actions, including the filing of any necessary Stipulations of Dismissal and the withdrawal of any pending appeals, and in connection with any action necessary to bring about the removal, vacatur or dismissal of restraints, attachments, Actions and similar orders and the dismissal or discontinuance of actions or proceedings, all as referred to in paragraph 4 above.*

*6. Upon the execution of this Settlement Agreement, and until they can be dismissed or discontinued, the parties shall take all available and appropriate steps to cause a standstill of all proceedings relating to the Actions, the Appeals, and all actions and proceedings commenced by Elliott in jurisdictions other than New York.*

*7. Neither Paul Singer, currently the General Partner of Elliott, nor Jay Newman, of Elliott, nor Elliott itself, shall trade in Peruvian debt or collaborate with others to that end.*

*8. The parties, and Paul Singer and Jay Newman of Elliott, shall execute and deliver to their respective attorneys, simultaneously with the execution of this Settlement Agreement, the General Releases*

*attached hereto as Exhibits A, B, C D, E and F. Upon satisfaction of the conditions precedent to the delivery by Dechert of the Settlement Amount to Elliott. Dechert shall so notify the attorneys for Peru and Nacion and each of those attorneys shall thereupon deliver to the other the Releases being held by them.*

*9. Each of the parties hereto represents and warrants that the person executing this Settlement Agreement on its behalf is duly authorized to do so and that the execution hereof will not conflict with any agreement, law, regulation or authority which may govern the actions of such party.*

*10. This Settlement Agreement may be executed in counterparts and such counterparts, when signed and delivered by each of the parties to the others, shall constitute one agreement. Delivery of executed counterparts may be made by facsimile transmission.*

*11. In the event the Settlement Amount is not paid as required by paragraph 2 above, this Settlement Agreement shall automatically terminate without any further action by the parties, shall be of no further effect, shall be null and void, and the parties shall be returned to the positions they held immediately before the Settlement Agreement was entered into, without loss or compromise of any rights they had as of that time.*

*IN WITNESS WHEREOF, the parties hereto have caused this Settlement Agreement to be extended and delivered by their respective duly authorized representatives as of date first set forth above.*

Es folgen die Unterschriften der Republik Peru, Banco de la Nacion, deren Anwälte sowie die Unterschriften von Elliott (Singer und Newman) sowie deren Anwälte.

Ich bin fest davon überzeugt, dass wir (meine kleine Gruppe<sup>26</sup> und ich) in absehbarer Zeit ähnliche Vereinbarungen mit der Republik Argentinien und deren Anwälten schließen werden. Ob das auch mit so einem spektakulären Zeitplan erfolgen wird wie bei Peru, ist eher ungewiss. Elliott hat immerhin die Terminierung seiner Brüssel-Aktion so gelegt, dass Peru keine Zeit mehr für eine Berufung hatte, ohne dass der zu bedienende Bradybond in Default geraten wäre. Dazu passend auch die Meldung von Moody's: „.....Moody's upgrades peruvian Brady Bonds to Ba3...“ vom 5. Oktober 2000 um 13:55.

*„.....Moody's said that the upgrade reflects the final settlement of a legal dispute that had prevented interest payments to be made on Peruvian Brady bonds last month. The rating agency stated that the resolution of the dispute and the payment of the past-due interest before the 30-day grace period confirmed Moody's initial ..... that the incident did not reflect unwillingness to pay on the part of the Peruvian government, which had indicated its desire to honor its Brady obligation in full.....“*

6. **lkl**

7. **lkl**

8. fgf

## LNC (Leucadia) vs Nicaragua

---

<sup>26</sup> Ein kleiner Einblick in die rechtliche Rahmenstruktur der Gruppe ist unter [www.abdreco.de](http://www.abdreco.de) abrufbar.

Jlkjlkjlkj

1. fgfgffg
2. ghghgh
3. **Die abweisende Entscheidung der Berufungsinstanz.**

In zweiter Instanz wurde das Urteil aufgehoben. Das war Cleary, Gottlieb (ja, ihr habt richtig gelesen: cgsh vertritt auch Nicaragua gegen Gläubiger, die auf Zahlung ihrer vertraglichen Ansprüche dringen; außerdem seht ihr daran, dass cgsh durchaus mit der PPC prozessuale Erfahrungen hat; dies bereits in 2000 mit Elliott vs. Peru in Brüssel<sup>27</sup>) am 31.3.2004 eine Erfolgsmeldung wert:

*„.....Nicaragua Wins Key Decision in Battle with Hold-Out Creditors March 31, 2004  
Cleary Gottlieb won a key decision in Republic of Nicaragua v. LNC Investments from the Court of Appeals in Brussels on behalf of the Republic of Nicaragua, reversing an ex parte injunction of the Commercial Court of Brussels preventing Euroclear from receiving payments on certain Nicaraguan bonds. The injunction, obtained by a creditor who had purchased Nicaraguan debt for pennies on the dollar and then refused to participate in the debt's restructuring, sought to prevent payment to the bondholders on the grounds that a pari passu clause in the old instrument precluded interest payments on the bonds without also paying a hold-out creditor's claim. The hold-out creditor sought to obtain payment of its entire claim, under threat of causing Nicaragua to default on its bonds, and through cross-default, on its entire external indebtedness.*

*Plaintiff had relied on Elliot Associates, an earlier ex parte decision of the Brussels Commercial Court in a prior case against Peru involving the pari passu clause of a loan agreement. The case has raised significant concerns because of its potential for disrupting sovereign debt restructurings to the detriment of both debtors and creditors. The Court of Appeals decision did not address directly the pari passu issue, which is a question of New York law, but found there was no basis for any injunction against Euroclear, which was not a party to the contract at issue. This decision should prevent similar hold-out creditors from interfering with payments of debt through Euroclear in the future.....<sup>28</sup>”*

Bei genauerem Hinsehen relativiert sich der Erfolg doch deutlich. Zum einen ist diese Entscheidung berufungsfähig und Rechtsmittel wurden eingelegt. Eine Entscheidung ist Anfang 2005 zu erwarten. Zum anderen hat das Brüsseler Gericht nicht gegen die weite Interpretation der PPC entschieden, sondern darauf abgestellt, dass Euroclear bei

---

<sup>27</sup> „.....Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton acted as counsel to the **Republic of Peru** in the appeal of the Brussels action referred to in **note 16** of this Article, and is acting as counsel to the **Republic of Nicaragua** in the action referred to in **note 29** and to the **Republic of Argentina** in the actions referred to in **notes 126-33**.....” aus der ersten Fussnote von “The Hunt for Pari Passu”.

**Note 16:** See **Elliott Assocs., L.P.**, General Docket No. 2000/QR/92, ¶ 2 (Ct. App. of Brussels, 8th Chamber, Sept. 26, 2000) (unofficial translation on file with authors) [hereinafter Brussels Opinion].

**Note 29:** See Public Hearing of Summary Proceedings of Thursday September 11, 2003, **Republic of Nicaragua v. LNC Investments & Euroclear Bank S.A.** (unofficial translation) (on file with authors) [hereinafter LNC Opinion].

**Note 126:** Transcript of Conference Before Judge Thomas P. Griesa at 9, Applestein v. Republic of Argentina and Province of Buenos Aires (S.D.N.Y. Jan. 15, 2004) (No. 02 CV-1773 (TPG)).

<sup>28</sup> Abrufbar unter: <http://www.cgsh.com/english/news/NewsDetail.aspx?id=1497>

Abschluss der Darlehensvereinbarung (mit der enthaltenen PPC) nicht Vertragspartei gewesen ist („...but found there was no basis for any injunction against Euroclear, which was not a party to the contract at issue...“).

Weitere Kommentierungen dazu bei Gelpert (Seite 1138):

*„...Less than two months later, an appellate panel in Brussels appeared to put it all to rest, reversing the initial decision in LNC v. Nicaragua. It ruled on narrow grounds, concluding that because Euroclear was not party to the pari passu agreement between Nicaragua and LNC, it could not be compelled to enforce the contract term....”*

Und bei Buchheit/Pam (Seite 921 Hunt for Pari Passu):

*„.....On March 19, 2004, the Court of Appeals of Brussels reversed the decision of the President of the Commercial Court in Republic of Nicaragua v. LNC Investments & Euroclear Bank S.A.130 The Court of Appeals held that the lower court’s injunction preventing Euroclear from processing payments on certain Nicaragua bonds violated a Belgian Civil Code rule requiring privity of contract in that it enforced upon Euroclear a purported contractual obligation arising under an agreement between Nicaragua and LNC.131 The Court of Appeals consequently annulled the lower court’s order (and ordered LNC to pay costs), leaving Nicaragua free to make payments on its bonds through Euroclear.132 The Court of Appeals did not, however, address the merits of the ratable payment interpretation of the pari passu clause.133 LNC has three months from notice of the judgment to file an appeal with the Belgian Supreme Court....”*

4. ghghghg

5. ghghhg

## **Red Mountain vs Republic Congo**

hjkjhkh

## **Diverse “Rand”-Fälle**

Hier folgt eine Reihe von ähnlich gelagerten Rechtsstreiten. Im Wesentlichen zitiert nach Buchheit (THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS):

## **Ausschnitt aus den Anleihebedingungen einer Argentinienanleihe (WKN 130020) in deutsch und englisch; Eine entsprechende Passage im Fiscal Agency Agreement vom 19.10.1994; So wie aus einer Anleihe der Provinz Buenos Aires (WKN 304040) in englisch und deutscher Übersetzung**

Zur Diskussion der PPC für unsere geplanten rechtlichen Aktionen in Deutschland und Europa hier als Material die einschlägigen Passagen<sup>29</sup> aus den Anleihebedingungen (ALB) der **Argentinienanleihe 10 ½ % 1995 – 14.11.2002 (WKN 130 020<sup>30</sup>)** im § 7 in deutsch:

### *§ 7 Rang und Negativerklärung*

*(1) Die Teilschuldverschreibungen und Zinsscheine stellen vorbehaltlich der Absätze (2) und (3) unmittelbare, unbedingte, unbesicherte und nicht nachrangige Verpflichtungen der Anleiheschuldnerin dar, die untereinander stets in gleichem Rang stehen. Die Zahlungsverpflichtungen der Anleiheschuldnerin aus den Teilschuldverschreibungen und Zinsscheinen werden vorbehaltlich der Absätze (2) und (3) stets mindestens im gleichen Rang stehen mit allen ihren sonstigen gegenwärtigen und zukünftigen unbesicherten und nicht nachrangigen Auslandsverbindlichkeiten (wie nachstehend definiert).*

*(2) Solange Teilschuldverschreibungen oder Zinsscheine ausstehen, jedoch nur bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Teilschuldverschreibungen fällig und alle Beträge an Kapital und Zinsen ordnungsgemäß bereitgestellt worden sind, wird die Anleiheschuldnerin vorbehaltlich der Ausnahmen gemäß Absatz (3) ihre Vermögenswerte oder Einkünfte insgesamt oder teilweise keinen Grundpfandrechten, Mobiliarpfandrechten, Hypotheken, urkundlichen Sicherungsrechten oder sonstigen Sicherungsrechten oder Vorrangvereinbarungen, die ein Sicherungsrecht faktisch begründen („Sicherungsrecht“), unterwerfen oder den Fortbestand einer solchen Belastung zulassen, um eine öffentliche Auslandsverbindlichkeit (wie nachstehend*

---

<sup>29</sup> Die kompletten (ohne den volkswirtschaftlichen Anhang und die Risikobelehrung / der komplette Prospekt hat über 70 Seiten und kann über die Bank bezogen werden) ALB sind in folgendem Thread von Bondboard.de abrufbar: <http://www.bondboard.de/frames/board/board.php?command=listitems&root=43472&beitragVon=0>

<sup>30</sup> Die genaue Bezeichnung der Anleihe lautet:

**BÖRSE NZULASSUNGSPROSPEKT**

Republik Argentinien DM 750 000 000- 101/2% Inhaber-Teilschuldverschreibungen der Anleihe von 1995/2002  
- Wertpapier-Kenn-Nummer 130 020 - Dezember 1995 CS First Boston Effectenbank Aktiengesellschaft

**PROSPEKT FÜR DIE ZULASSUNG ZUM BÖRSE NHANDEL MIT AMTLICHER NOTIERUNG DER**  
Republik Argentinien DM 750 000 000- 10/2% Inhaber-Teilschuldverschreibungen der Anleihe von 1995/2002 -

Wertpapier-Kenn-Nummer 130 020 -bestehend aus DM 500 000 000 - (1. Tranche) eingeteilt in 15 000 Teilschuldverschreibungen zu je DM 1 000- Nr. 00 001 - 15 000 5 000 Teilschuldverschreibungen zu je DM 10 000- Nr. 15 001 - 20 000 4 350 Teilschuldverschreibungen zu je DM 100 000- Nr. 20 001 - 24 350 und DM 250 000 000- (2. Tranche) eingeteilt in 7 500 Teilschuldverschreibungen zu je DM 1 000 - Nr. 24 351 - 31 850 2 500 Teilschuldverschreibungen zu je DM 10 000 - Nr. 31 851 - 34 350 2 175 Teilschuldverschreibungen zu je DM 100 000- Nr. 34 351 - 36 525 an der Frankfurter Wertpapierbörse

*definiert) der Anleiheschuldnerin zu besichern, es sei denn, die Verbindlichkeiten der Anleiheschuldnerin aus den Teilschuldverschreibungen und Zinsscheinen werden gleichzeitig oder vorher in gleichem Rang und Verhältnis besichert.*

Und hier zum besseren Verständnis die entsprechende Passage aus § 7 der ALB in englisch (laut ALB ist nur die deutsche Fassung rechtsverbindlich):

*§ 7 Status and Negative Pledge*

*(1) The Bonds and Coupons constitute (subject to subparagraphs (2) and (3)) direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Borrower and shall at all times rank pari passu without any preference among themselves. The payment obligations of the Borrower under the Bonds and the Coupons shall (subject to subparagraphs (2) and (3)) at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined below).*

*(2) So long as any Bond or Coupon remains outstanding, but only up to the time when, upon maturity of the Bonds, the payment of all amounts of principal and interest has been duly provided for, save for the exceptions set out in subparagraph (3), the Borrower will not create or permit to subsist any lien, pledge, mortgage, security interest, deed of trust, charge or other encumbrance or preferential arrangement which has the practical effect of constituting a security interest ("Lien") upon the whole or any part of its assets or revenues to secure any Public External Indebtedness (as defined below) of the Borrower unless, at the same time or prior thereto, the Borrower's obligations under the Bonds and the Coupons are secured equally and rateably therewith.*

Wer Lust hat, und sich tiefer in die Materie einarbeiten will, ist aufgefordert auch die Ausnahmen unter § 7 (3) sich in aller Ausführlichkeit anzusehen und zu verstehen. Sie können unter angegebenem Link im Bondboard abgerufen werden. Ich habe mir hier die Wiedergabe gespart, da sonst das Papier zu umfanglich wird.

Die entsprechenden Passagen in der Vielzahl weiterer Argentinienanleihen lauten so oder ähnlich. Es wird gegebenenfalls später auf Unterschiede im Detail eingegangen werden (hier sind aktive Mitarbeiter aufgerufen sich zu engagieren das Kleingedruckte auf Unterschiede abzuklopfen).

Die entsprechende, einschlägige Passage in den Bedingungen der Argentinien-Bonds die in New York u. a. von EM Ltd. und Macrotecnic erfolgreich eingeklagt wurden, lautet gemäß des **Fiscal Agency Agreement („FAA“) vom 19. Oktober 1994** wie folgt:

*"The Securities will constitute...direct unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari passu and without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future*

*unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in this Agreement):" Section 1(c) of the Fiscal Agency Agreement.*

*'The Securities of this Series shall constitute direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic. Each Series will rank pari passu with each other Series, without any preference one over the other by reason of priority of date of issue or currency of payment or otherwise, and at least equally with all other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in the Fiscal Agency Agreement) of the Republic.*

Und hier die einschlägigen Passagen der **€Anleihe der Provinz Buenos Aires (WKN 304040)** im englischen Original und deutscher Übersetzung:

#### *§ 4 Status of Notes*

*4.01. The Notes and the Interest Coupons are the direct, general and unconditional obligation of the Issuer ranking, except as otherwise provided by law, pari passu without any preference with all other present and future unsecured and unsubordinated obligations from time to time outstanding of the Issuer, and constitute the legal, valid and binding obligations of the Issuer, enforceable against the Issuer in accordance with their terms, and are entitled to the benefits provided by the Fiscal Agency Agreement.*

#### *§ 10 Covenants of the Issuer*

*10.01. (e) Negative Pledge. So long as any Note or Interest Coupon remains outstanding, the Issuer shall not create, incur, assume or suffer to exist any Lien upon any of the Issuer's present or future assets or revenues to secure or otherwise provide for the payment of any Indebtedness of the Issuer unless, on or prior to the date such Lien is created or comes into existence, the obligations of the Issuer under the Notes and the Interest Coupons are secured equally and ratably with the obligations of the Issuer with respect to such Indebtedness or have the benefit of such other security, guaranty, indemnity or other of at least the equivalent value as the assets or revenues upon which a Lien has been granted or as shall be approved by the Holders; excluding, however, from the restrictions of this provision the following Liens (each excluded Lien being independent of each other excluded Lien).*

Und hier die deutsche Übersetzung (obwohl die Anleihe deutschem Recht unterliegt, ist der Prospekt nur in englisch verfügbar):

#### *4. Status der Schuldverschreibungen*

*4.01 Die Schuldverschreibungen sind die unmittelbare, generelle und bedingungslose Verpflichtung der Emittentin und, sofern das Gesetz nichts anderes vorsieht, ohne jede Bevorzugung gleichrangig mit allen anderen gegenwärtigen und künftigen*

*ungesicherten und nicht nachrangigen bei Veranlassung im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen der Emittentin und stellen die rechtsgültigen und verbindlichen Verpflichtungen der Emittentin dar, die entsprechend ihren Bedingungen gegenüber der Emittentin durchsetzbar sind, und haben Anrecht auf die von der Emissionsstellenvereinbarung vorgesehenen Vorteile.*

#### *10. Zusicherungen der Emittentin*

*10.101. Die Emittentin sichert zu und erklärt sich einverstanden, dass sie so lange, wie noch irgendein Betrag auf Grund der Schuldverschreibung aussteht, folgende Verpflichtungen einhalten wird:*

*(.....)*

*(e) Negativerklärung. So lange eine Schuldverschreibung Oder ein Zinsschein im Umlauf ist, wird die Emittentin kein Zurückbehaltungsrecht an gegenwärtigen oder künftigen Vermögenswerten oder Einnahmen der Emittentin zur Sicherung oder sonstigen Vorkehrung für die Bezahlung von Verbindlichkeiten der Emittentin bestellen, eingehen, Übernehmen oder dulden, es sei denn, die Verpflichtungen der Emittentin auf Grund der Schuldverschreibungen und Zinsscheine werden an oder vor dem Datum, an dem dieses Zurückbehaltungsrecht bestellt wird oder entsteht, zu gleichen Teilen und anteilmäßig zu den Verpflichtungen der Emittentin in Bezug auf diese Verbindlichkeiten gesichert oder genießen den Vorteil jeder anderen Sicherheit, Garantie, Entschädigung oder sonstigen Abmachung, die mindestens gleichwertig mit den Vermögenswerten oder Einnahmen ist, für die ein Zurückbehaltungsrecht bestellt wurde oder eine Genehmigung der Inhaber erfolgte; von den Einschränkungen der vorliegenden Klausel jedoch ausgeschlossen sind die folgenden Zurückbehaltungsrechte (wobei jedes ausgeschlossene Zurückbehaltungsrecht von jedem anderen ausgeschlossenen Zurückbehaltungsrecht unabhängig ist): .....*

## **Die Interpretation der PPC: Eng (narrow) (Harvard Law School<sup>31</sup>) oder Weit und Umfassend (broad) (belgisches Appellationsgericht) (ratable payment), das ist der entscheidende Knackpunkt.**

Jetzt folgen einige schlagwortartige Qualifizierungen des „engen“ („narrow“) bzw. „weiten“ („broad“) Interpretationsansatzes der PPC:

### **Der Enge Ansatz:**

---

<sup>31</sup> Wie weiter vorn schon angedeutet, stellt sich mir die von Shlizhyus so genannte Harvard Law School Interpretation der PPC al eine **von Interessen souveräner Schuldner geprägte Parteimeinung von Cleary, Gottlieb mit Buchheit an der Spitze und seinem Umfeld.**

- hjhjhäö
- ölööll
- lkkl
- 

### Der Weite Ansatz:

- „...**Thus was the ‘ratable payment’ interpretation of the pari passu clause unleashed...**” (Buchheit/Pam The Hunt for Pari Passu<sup>32</sup>) übersetzt etwa: das war die „anteilige Zahlbarkeits“-Interpretation der entfesselten Pari Passu Clause. Diese Kommentierung folgte auf die Brüssel-Entscheidung bezüglich Elliott vs Peru: „...the Brussels Court of Appeals embraced Elliott’s interpretation of the pari passu clause, saying “the ... pari passu clause ... in effect provides that the debt must be repaid pro rata among all creditors.”...”
- 

Und nun zum sprachlichen, literalen Interpretationsversuch: siehe xxxxxxxxBrattonxxx

### Eng:

Eigentlich ist die Sache doch recht einfach: Würde in den Formulierungen der PPC nur der erste Teil stehen, der regelt, dass die Verpflichtungen des Schuldners stets im gleichen Range untereinander stehen und er sich verpflichtet, keine vorrangigen Verbindlichkeiten zu begründen, könnte man vielleicht ins grübeln über die Auslegung der PPC kommen.

Beispiele für den ersten Teil aus WKN 130 020 sind:

*„... (1) Die Teilschuldverschreibungen und Zinsscheine stellen vorbehaltlich der Absätze (2) und (3) unmittelbare, unbedingte, unbesicherte und nicht nachrangige Verpflichtungen der Anleiheschuldnerin dar, die untereinander stets in gleichem Rang stehen....“*

Oder in Englisch:

*„... (1) The Bonds and Coupons constitute (subject to subparagraphs (2) and (3)) direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Borrower and shall at all times rank pari passu without any preference among themselves....“*

Bzw. aus dem Fiscal Agency Agreement (FAA):

---

<sup>32</sup>[http://www.cgsh.com/files/tbl\\_s47Details%5CFileUpload265%5C177%5CRestructuring%20Nwsltr\\_AUG%202004\\_FIN%5B8-9-04%5D.pdf](http://www.cgsh.com/files/tbl_s47Details%5CFileUpload265%5C177%5CRestructuring%20Nwsltr_AUG%202004_FIN%5B8-9-04%5D.pdf) (Restructuring Newsletter August 2004 von cgsh)

*“...”The Securities will constitute...direct unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari passu and without any preference among themselves.....”*

## **Weit:**

Aber der zweite Teil der PPC, in der sie auf die Zahlungsverpflichtungen und damit Zahlungsströme explizit eingeht und auch diese der Gleichrangigkeit unterstellt, und zwar der bestehenden und zukünftigen macht die Sache sonnenklar.

Beispiele für den zweiten Teil aus WKN 130 020 sind:

*„...Die Zahlungsverpflichtungen der Anleiheschuldnerin aus den Teilschuldverschreibungen und Zinsscheinen werden vorbehaltlich der Absätze (2) und (3) stets mindestens im gleichen Rang stehen mit allen ihren sonstigen gegenwärtigen und zukünftigen unbesicherten und nicht nachrangigen Auslandsverbindlichkeiten (wie nachstehend definiert)....“*

Oder in Englisch:

*“... The payment obligations of the Borrower under the Bonds and the Coupons shall (subject to subparagraphs (2) and (3)) at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined below)....”*

Bzw. Aus dem Fiscal Agency Agreement (FAA):

*“..... The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in this Agreement):” Section 1(c) of the Fiscal Agency Agreement.....”*

Also, für mein Sprachverständnis ist die Sache sonnenklar und es bedarf eigentlich keiner weiteren (mögen sie noch so akademisch sein) geistigen Klimmzüge. Aber offensichtlich ist die Sache anders gelagert. Dass ist nur erklärlich aus den enormen Summen die hier für Argentinien auf dem Spiele stehen. Außerdem können sich zukünftige souveräne Default-Kandidaten ausrechnen, dass sie gegebenenfalls nicht so leicht mit den Hold-Outs, die sich auf die PPC abstützen, fertig werden.

## Sprachliche Nebelkerzen in der internationalen (vorwiegend us-amerikanischen<sup>33</sup>) Diskussion der PPC

In der internationalen Literatur über die PPC wird durch die **wertend umschreibende Titulierung des Problems das Unbehagen oder Unwissen der Autoren mit der Bedeutung der PPC ausgedrückt**. Erstaunlicher Weise sind eine Vielzahl der Autoren, und die Literatur über das Thema Pari Passu Clause ist recht überschaubar, im Umfeld von Buchheit respektive Cleary, Gottlieb angesiedelt. Die Literatur bezieht überwiegend eine negative, restriktive und enge Auslegung der PPC im Interesse der souveränen Schuldner und zu Lasten der Rechte der Anleihegläubiger. Die folgende Aufstellung soll auch als kleine Literaturliste dienen; mit Links zum bequemen Abruf der Dokumente und, wenn auffindbar einem Abstract..

Einige Beispiele sind:

- The Pari Passu Clause **Sub specie aeternitatis [Unter dem Gesichtspunkt der Ewigkeit, B. de Spinoza]**, (Lee C. Buchheit in der IFLR 12/1991, etwa 4 Seiten). Diese Umschreibung erfolgte bereits im Jahre 1991. (<http://argentinien-klage.org/pari-passu-diskussion/aeternitatis-buchheit-pari-passu-clause.pdf> Seite 1)
- The Pari Passu **Snafu [Snafu: heillosen Durcheinander, beschissenen Lage]**, (Anna Gelpern<sup>34</sup> in BUILDING A BETTER SEATING CHART FOR

---

<sup>33</sup> Es ist mir, mit einer Ausnahme, keine einzige deutschsprachige Arbeit zu diesem Thema bekannt. Für entsprechende Hinweise wäre ich dankbar. Diese Ausnahme ist die Analyse von **Gintaras Shlizhyus** (RZB-Austria) mit dem Titel „**Argentiniens Umschuldung - "Terminator-3"?**“ aus dem Jänner 2004. Sie erschien ursprünglich in englisch („Argentina's debt restructuring - "Terminator-3"“) und kurz darauf in deutscher Übersetzung. (Siehe insbesondere die Seiten 5 bis 9). Eine Passage auf Seite 11, rechte Spalte, Mitte hat mich damals natürlich besonders erfreut (sie lautet: „...*Wir möchten auch einigen Privatanlegern danken, die mit dieser Schulden- Saga zu tun haben und von denen wir einiges an Material bekommen haben, das sie dankenswerter Weise allen vergrämten Gläubigern zur Verfügung stellen. Unser besonderer Dank gilt Rolf Koch, einem deutschen Privatanleger, der seinen eigenen Kampf gegen Argentinien führt und vielen anderen Leuten hilft, die in diesem argentinischen Alptraum gefangen sind, und ihnen mit Informationen und seiner Erfahrung zur Seite steht....*“). Die deutsche Version ist abrufbar unter: [http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/lnz\\_resource\\_rzb\\_static/0,7130,1023296711504-1025308884300\\_1025311539513\\_1028309748633-116685417458135796-1,00.pdf](http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/lnz_resource_rzb_static/0,7130,1023296711504-1025308884300_1025311539513_1028309748633-116685417458135796-1,00.pdf) ; die englische unter: [http://www.emta.org/keyper/Argentina\\_0104.pdf](http://www.emta.org/keyper/Argentina_0104.pdf) Dieser hier entstehende erste deutschsprachige Überblick ist natürlich auch sehr englisch-überlastig.

<sup>34</sup> Vitae der Autorin: Anna Gelpern, visiting fellow, is currently completing an International Affairs Fellowship with the Council on Foreign Relations. Between 1996 and 2002, she served in legal and policy positions at the US Treasury Department, including as senior adviser to the undersecretary for international affairs and the director of the Office of Russia, Eastern Europe, and Central Asia. Before entering public service, **she practiced law with Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton in New York and London (1993-96)**, where she advised sovereign and private-sector clients in connection with cross-border financial transactions. She has taught and published on subjects including international law, sovereign and private-sector debt management in emerging

SOVEREIGN RESTRUCTURINGS, siehe Seite 1135, ca. 41 Seiten  
<http://www.iie.com/publications/papers/gelpern0804.pdf>

- When a thorough search of the underlying instruments turned up no express prohibition against the making of differential payments, the last resort was to read such a prohibition into **the Area 51, the Roswell, [eine unwirkliche Landung Ausserirdischer]** of cross-border credit instruments – the pari passu clause. Auf Seite 35 in “THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS Lee C. Buchheit Jeremiah S. Pam (<http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Pam.pdf> )
- Sovereign Piracy [Piraterie] (G. Mitu Gulati<sup>35</sup> and Kenneth N. Klee Titel ca. 36 Seiten, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=272194](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=272194)). **Abstract:** *Sovereign Piracy lays bare the recent efforts of vulture investor Elliott Associates to holdup the Government of Peru. When Peru tried to restructure its Brady Bonds Elliott launched global litigation to tie up the money and force Peru into default. A Brussel's court brought Peru to its knees and forced it to settle with Elliott. Elliott's leverage was based on its novel interpretation of the so-called pari passu clause which requires a debtor's creditors to rank equally. The article first explains why, from an ex ante bargaining perspective, sovereign debtors would be loathe to agree to pari passu clauses with the interpretation given by the Brussels court. Next, the article looks to the literature and case law construing sovereign and corporate debt and demonstrates why the Brussels interpretation is wrong, results in a windfall to holdout creditors, and is harmful to the majority of other creditors. The article then discusses New York bond interpretation law and the need for the Brussels interpretation to be challenged. The article concludes with some important insights about market changes that will result if the Brussel's interpretation is allowed to stand.*
- The **Hunt [Jagd]** for Pari Passu<sup>36</sup> (THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS† Lee C. Buchheit\* Jeremiah S. Pam\*\* ca. 51 Seiten ). **Abstract:** *The pari passu clause found in most cross-border lending instruments contains the borrower's promise to ensure that the obligation will always rank equally in right of payment with all of the borrower's other unsubordinated debts. The international financial markets have long understood the clause to protect a lender against the risk of legal subordination in favor of another creditor (something that cannot happen under U.S. law without the lender's consent, but that can occur involuntarily under the laws of some other countries). In 2000, however, a new interpretation of the pari passu clause was advanced by a*

---

markets, property rights in Eastern Europe, and privatization.  
([http://www.iie.com/publications/author\\_bio.cfm?author\\_id=162](http://www.iie.com/publications/author_bio.cfm?author_id=162) )

<sup>35</sup> Der Zusammenhang mit Buchheit ist an einer gemeinsamen Arbeit abzulesen: Sovereign Bonds and the Collective Will LEE C. BUCHHEIT Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton – General G. MITU GULATI Georgetown University Law Center ASHOKA MODY International Monetary Fund (IMF) - Research Department [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=346884](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=346884)

<sup>36</sup> Auf Wunsch Zusendung durch: Zygmunt Wyka Restructuring Information Specialist Cleary Gottlieb Steen & Hamilton One Liberty Plaza New York, NY 10006 Tel. 212-225-3745 [zwyka@cgsh.com](mailto:zwyka@cgsh.com)

*judgment creditor of a sovereign borrower as a purported legal basis for preventing the sovereign from paying its other creditors without making a ratable payment to the judgment creditor. If this “ratable payment” interpretation of the clause is correct (and it has now been advanced in a number of other lawsuits against both sovereign and corporate borrowers), it would significantly change the patterns of international finance. The authors argue that the ratable payment theory of the pari passu clause is a fallacy. They trace the origin of the clause back to its usage in nineteenth-century credit instruments and then follow its evolution into the standard cross-border credit agreements used today.*

- Lklklk
- lklklk
- fggfg
-