

# Einige Gedanken<sup>1</sup> über die Konsequenzen der *Pari-Passu-Clause (PPC)*

Von Rolf Koch

## Versions-Historie

Stand: 26.12.2004

Um die Übersichtlichkeit des doch recht umfangreichen Papiers zu erhöhen, werden hier kurz die neusten Änderungen aufgelistet:

- 23.12.2004: Aufnahme Baars/Möckel „**Argentinische Auslandsanleihen vor deutschen und argentinischen Gerichten**“ in ZBB 6/04 S. 445-464
- 23.12.2004: Aufnahme PPC-Auseinandersetzung **GREYLOCK GLOBAL DISTRESSED DEBT MASTER FUND LTD<sup>2</sup>**. vs Mendoza (**04 Civ. 7643 (HB)**)
- Aus dem mir seit dem 20.12.04 vorliegenden **Prospectus Supplement** und **Trust Indenture** die entsprechenden Passagen zur PPC eingefügt.
- 24.12.2004: Etwas übersichtlicher formatiert; Aufnahme von **Kensington vs Congo** und **Encyclopaedia of Banking Law** zu pari passu.
- Kjjkjjk
- 25.12.2004: **Literaturliste** (mit downloadquellen) und Übersicht über einschlägige **Gerichtsverfahren** angefügt.
- 26.12.2004: Passage zu PPC aus dem Bankrechts-Handbuch Band III, 2001 eingefügt.
- kjkjk
- 
- ddfd

---

<sup>1</sup> Vorerst als Material- und Gedankensammlung wohl eher ein Konvolut. (**Konvolut** (lat. "das Zusammengerollte"). Antiquarische Bücher und Schriften, die nicht einzeln, sondern nur zusammen mit einem Gesamtverkaufspreis abgegeben werden, nennt man Konvolut. Im Bibliotheks- oder Archivgebrauch bezeichnet Konvolut eine Sammlung von Schriften, die nicht einzeln in den Bestandskatalog aufgenommen sind.

<sup>2</sup> Genau genommen sind es 2 Kläger: GREYLOCK GLOBAL OPPORTUNITY MASTER FUND LTD. and GREYLOCK GLOBAL DISTRESSED DEBT MASTER FUND LTD.

## Vorbemerkungen

Die Grundlegende Problematik der Vollstreckung erlangter Zahlungsurteile gegen die Republik Argentinien bzw. Provinz Buenos Aires führt uns, neben vielen anderen Überlegungen<sup>3</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>4</sup>. Dieser 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>5</sup> sind, ist eigentlich nicht verwunderlich. So wurden doch die Zahlungseinstellungen souveräner Staaten in den letzten Jahrzehnten einigermaßen

---

<sup>3</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>4</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> )

<sup>5</sup> Weiter hinten werden noch eine Handvoll weiterer einschlägiger Rechtsstreite aufgeführt, die einen gewissen Bezug zur PPC haben.

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>6</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>7</sup> wäre. Dieser Vorgang hat die interessierten „**Legal Scholars**“<sup>8</sup> in hellste Aufruhr versetzt: Er erfuhr einen ersten Höhepunkt in der Arbeit von **G. Mitu Gulati** und **Kenneth N. Klee** „**Sovereign Piracy**“<sup>9</sup>.

Im Zusammenhang mit der Argentinienkrise hat es Roubini<sup>10</sup> und Setser auf den Punkt gebracht<sup>11</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 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)).....”*

---

<sup>6</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>7</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>8</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>9</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>10</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>11</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>

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>12</sup> bei Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton (im weiteren cgsh<sup>13</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>14</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 [jepam@cgsh.com](mailto:jepam@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>15</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>16</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>17</sup> and Nat'l Bank of Congo. Dort untersagte der Richter ausdrücklich dem Staate Congo, Zahlungen in Zusammenhang mit seiner Auslandsverschuldung zu tätigen, ohne eine proportionale Zahlung an Red Mountain<sup>18</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

---

<sup>12</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>13</sup> [www.cgsh.com](http://www.cgsh.com) ist die Internetadresse von Cleary.

<sup>14</sup> Abrufbar unter: <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Pam.pdf>

<sup>15</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>16</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>17</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).

<sup>18</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...."

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>19</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

## Argentinische Vorgeplänkel in New York 2003/04

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 New York bei Judge Griesa<sup>20</sup> präsentiert, mit der Zielrichtung einer **engen (narrow) (Harvard Law School<sup>21</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:

---

<sup>19</sup> Da Appellationsgericht in Brüssel hat 2000 erstmals in Elliott vs. Peru diese weit umfassende Interpretation der PPC gerichtsnotorisch gemacht.

<sup>20</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>21</sup> Shlizhyus hat in seiner Arbeit „Argentinien's 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.

**„...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>22</sup>** (TFG)
- **NML Capital Ltd. v. The Republic of Argentina 03 CV 8845<sup>23</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>24</sup>** vom 12.1.2004. Die Zielrichtung in Kürze: “...*Because allowing judgment creditors recourse to such 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 mechanism 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>25</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*

---

<sup>22</sup> Urteilstext abrufbar unter: <http://www.nysd.uscourts.gov/courtweb/pdf/D02NYSC/03-07516.PDF>

<sup>23</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>24</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

<sup>25</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

*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>26</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 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>27</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.*

---

<sup>26</sup> 120 BROADWAY, 35TH FLOOR•NEW YORK, NY 10271•212-720-0610

<sup>27</sup> Dr. Eugenio Andrea Bruno Counsel to Argentine Savers 54 11 15 5 690 0993

*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

## **Fortsetzung der argentinischen Geplänkel in New York 2005 (stellvertretend Greylock vs Mendoza)**

Während es in der PPC-Auseinandersetzung Argentiniens vorm Bezirksgericht in New York im Moment etwas ruhiger zu sein scheint, ist das Thema durch die Klage von **Greylock gegen die Provinz Mendoza** erneut virulent geworden. Aus dem **Memorandum of Law** von Greylock sowie dem entsprechenden Schriftsatz von cgsh ist untenstehend zitiert:

„.....*PRELIMINARY STATEMENT*

*Plaintiffs Greylock Global Opportunity Master Fund Ltd, and Greylock Global Distressed Debt Master Fund Ltd. ("Plaintiffs") are beneficial holders of certain bonds (the "Existing Bonds") issued by the Province of Mendoza (the "Province"). In their First Claim for Relief, Plaintiffs seek a declaration that the Exchange Offer and Consent Solicitation consummated by the Province in October of this year violated the terms of the Indenture and the Bond Terms governing the Existing Bonds.*

*The plain language of the Indenture confers upon Plaintiffs the absolute and unconditional right to receive payment of principal and interest on their bonds and to institute suit for the enforcement of any such payment and provides that that right cannot be impaired without each Bondholders' consent. The undisputed facts demonstrate that the Province has impaired this right without Plaintiffs' consent by amending the Indenture and the Bond Terms to restrict Plaintiffs' ability to recover payment or institute suit. The undisputed facts also establish that the Province has given payment priority over Existing Bondholders to those holders which tendered their bonds in the Exchange Offer, in violation of the plain language of the Indenture and the Bond Terms, which prohibits bondholders from obtaining such payment priority and requires that the Existing Bonds rank **pari passu among themselves and at least pari passu in priority of payment with all other unsecured debt of the Province.** Plaintiffs are therefore entitled to summary judgment in their favor on their First Claim for Relief.....”<sup>28</sup>*

---

<sup>28</sup> Aus den etwa 30 Seiten des Memorandum of Law von **Greylock (04 Civ. 7643 (HB))** vom 9.12.2004. Hervorhebungen durch den Autor. Das komplette Dokument liegt dem Autor vor und kann auf Wunsch gegen e-



Aus dem Memorandum of Law von cgsh als rechtlicher Vertreter der Provinz Mendoza:

„.....*PRELIMINARY STATEMENT*

*This dispute involves the Province's effort to restructure \$250 million of external debt (the "Existing Bonds") issued pursuant to an indenture dated September 4, 1997 (the "Indenture") through an exchange offer (the "Exchange Offer"). See Greylock Global Opportunity Master Fund Ltd. v. Province of Mendoza. No. 04 Civ. 7643 (HB), 2004 WL 2290900 (S.D.N.Y. Oct. 12, 2004).<sup>f</sup> The Court has already ruled that Greylock's claim of invalidity of an amendment to the Indenture for the Existing Bonds providing for a limited reinstatement of the Province's sovereign immunity was unlikely to succeed on the merits because Greylock's restrictive view of the amendment provisions of the Indenture is unsupported by the language and structure of the Indenture and the Terms and Conditions of the Existing Bonds (the "Bond Terms"). See *id.*, at \*3-\*4. The Court was correct, and Greylock's claim should be dismissed.*

*As an afterthought, Greylock has added a second claim to its Amended Complaint (the "AC") alleging that the Exchange Offer, in providing for payments on the Province's new Exchanged Debt, improperly accords this new debt a legal preference over the Existing Bonds held by Greylock, and that Grelock should be entitled to "share" in payments to holders of this new debt. See AC 1149, 54, 57, 63, attached as Exhibit B to the Declaration of Christopher P. Moore (the "Moore Declaration").<sup>2</sup> The lack of merit of this new claim is tellingly evidenced by Greylock's failure even to raise this contention in its initial September 17, 2004 demand letter challenging the Exchange Offer, see Ex. D, Ex. 4, at 3, or in its original complaint, see Ex. A. Rather, Greylock asserted this claim only after losing its preliminary injunction motion, in an attempt at "upping the ante," see Defendant's Statement of Undisputed Facts Pursuant to Civil Rule 56.1 ("Rule 56.1 Statement"), 1 5, to browbeat the Province into settlement.*

*This new claim is not only unsupported by the language of the parties' contract, but would defeat the Province's ability, which this Court has already recognized, to restructure its debt on any terms without unanimous consent. If Greylock's interpretation were correct, no such restructuring would ever be possible, because tendering bondholders who agree to a reduced payment on new debt would be forced to "share" even that reduced payment with any bondholders who did not exchange their bonds. If the Indenture and Bond Terms, which are standard provisions in both corporate and sovereign debt contracts, had intended to provide for this bizarre and counter-intuitive result, giving any holdout bondholder the effective ability to block a restructuring, they surely would have said so....<sup>29</sup>."*

---

mail angefordert werde. (CLIFFORD CHANCE US LLP 31 West 52nd Street New York, New York 10019 Hilary Lane (HL-0829) Wendy Rosenthal (WR-4461) Counsel for Greylock Global Opportunity Master Fund Ltd. and Greylock Global Distressed Debt Master Fund Ltd.

<sup>29</sup> Aus dem etwa 30-seitigen Memorandum of Law von cgsh für die Provinz Mendoza 9.12.2004. Hervorhebungen durch den Autor. Das komplette Dokument liegt dem Autor vor und kann auf Wunsch gegen e-mail angefordert werden. (CLEARY, GOTTLIEB, STEEN & HAMILTON One Liberty Plaza New York, New York 10006 (212)225-2000 Attorneys for The Province of Mendoza)

## Vorgängige PPC-Aktionen (ein Blick in die jüngere Historie)

### Elliott vs. Peru

1. so gings losklk
2. fgfg
3. fgf

4. kjkj

#### 5. Das Settlement

Am 29.9.2000 schlossen Elliot und Peru ein Settlement Agreement.

Der Text lautet (ausschnittsweise):

*“...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. LP. v. Banco de la Nacion - 95 Civ. 7916 (RWS), and Elliott Associates. LP., 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, iD.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, ail 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 onders 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 lo any and jail 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 ior proceedings, all js referred to 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>30</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 Braday 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

Jlkljklkj

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>31</sup>) am 31.3.2004 eine Erfolgsmeldung wert:

---

<sup>30</sup> Ein kleiner Einblick in die rechtliche Rahmenstruktur der Gruppe ist unter [www.abdreco.de](http://www.abdreco.de) abrufbar.

<sup>31</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].

*„...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>32</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 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 Gelpern (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*

---

**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>32</sup> Abrufbar unter: <http://www.cgsh.com/english/news/NewsDetail.aspx?id=1497>

*clause.133 LNC has three months from notice of the judgment to file an appeal with the Belgian Supreme Court.....”*

4. ghghghg
5. ghghghg

hjkhkjhkh

## Diverse “Rand”-Fälle (Mit nicht ganz eindeutigen PPC-Interpretationen)

Ein gut Teil der anhängigen oder bereits entschiedenen Gerichtsverfahren mit kurzer Beschreibung in diesem Zusammenhang habe ich Buchheit entnommen. [**Buchheit-Pam**] Buchheit nennt die Verbreitung des PPC-Ansatzes in Folge der Elliott-Brüssel-Strategie Proliferation. (,.....C. **Proliferation** Following the Belgian decision in Elliott v. Peru, it did not take long for other creditors to see the extraordinary implications of the ratable payment interpretation of the pari passu clause on creditor remedies.,,,). Diese Wortwahl ist wiederum ein gutes Beispiel für die sprachlichen Nebelkerzen bzw. die unterschwellig zu weckenden Emotionen: Bezeichnet heute doch das Wort **Proliferation** die unerfreuliche Erscheinung der Ausbreitung von Massenvernichtungswaffen und Trägersystemen ( ABC-Waffen: atomare, biologische und chemische Waffen (siehe dazu neben vielen z. B. <http://www.bundesnachrichtendienst.de/download/proliferation.pdf> ). Im englischen Sprachraum dürfte die Bedeutung des Wortes Proliferation ähnlich sein. (TREATY ON THE NON-PROLIFERATION OF NUCLEAR WEAPONS, <http://www.fas.org/nuke/control/npt/text/npt2.htm> ) Ich kann mir sehr gut vorstellen, dass diese Wortwahl (Proliferation) bei den Entscheidungsträgern ein von vorne herein negatives Assoziationsgeflecht von Gedanken schaffen soll, um dann um so leichter zu der gewünschten engen Interpretation der PPC zu gelangen.

### 1. Kensington Int'l Ltd. v. Republic of Congo. 2002 No. 1088 (Commercial Ct. 16 Apr. 2003) und die Berufung Kensington Int'l Ltd. v. Republic of the Congo, No. [2003] EWCA Civ. 709 (C.A. May 13, 2003)

Die wohl einzige englische Entscheidung in der die PPC eine Rolle spielte. Auf diese nimmt cgsh in Greylock vs Mendoza Bezug. Hier gibt's u. U. weiterführende Informationen: ,...Kensington International Limited v Republic of Congo [2003] EWCA Civ 709 (whether notice of freezing order application required; meaning of pari passu clause in international loan agreements) ([http://www.3vb.com/pgs-members/m\\_emcquater.shtml](http://www.3vb.com/pgs-members/m_emcquater.shtml) ) (Ewan McQuater QC Call 1985; QC 2003; MA Hons (Cantab) (first class) E-mail: [emcquater@3vb.com](mailto:emcquater@3vb.com) ).

“....In April 2003, Kensington International Limited, a creditor of the Republic of the Congo (“Congo-Brazzaville”), sought summary judgment in London on a money claim against Congo-Brazzaville, as well as an order from the High Court in London restraining the defendant from paying its other creditors without making a pro rata payment to Kensington. The legal basis for the requested order was a pari passu clause in a loan agreement. The English trial judge apparently viewed this motion for injunctive relief as “novel and unprecedented,” and he denied it.<sup>22</sup> On appeal, the Court of Appeals affirmed that denial.<sup>23</sup>....” [Buchheit-Pam]

## **2. Kensington Int’l Ltd. V. BNP Paribas S.A., No. 03602569 (N.Y. Sup. Ct.) (complaint filed August 13, 2003)**

A pending action in respect of Republic of Congo debt uses a pari passu clause to assert a claim of tortious interference with contract against a later lender who received payments. (nach [Bratton Pari Passu]).

“.....On August 13, 2003, Kensington International Limited sued BNP Paribas S.A. in a state court in New York alleging, among other things, that BNP had tortiously interfered with Kensington’s rights as a creditor of Congo-Brazzaville under a 1984 loan agreement (containing a pari passu clause) in which Kensington had purchased an assignment interest. Congo-Brazzaville defaulted on its payment obligations under the loan agreement in 1985. BNP subsequently entered into new financings with Congo-Brazzaville, and those new financings had been paid. Based on the ratable payment theory of the pari passu clause, Kensington alleged that BNP’s acceptance of those payments at a time when the 1984 loan agreement remained in default tortiously interfered with Kensington’s rights under Congo-Brazzaville’s pari passu covenant.<sup>27</sup>...” [Buchheit-Pam]

## **3. 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)**

(refusing specific performance of pari passu clause but enjoining sovereign borrower from making payments of external indebtedness without proportional payment to the plaintiff). [Bratton Pari Passu]

“....On May 29, 2001, Red Mountain Finance, a judgment creditor of the Democratic Republic of the Congo, sought an order from a federal District Court judge in California seeking the Congo’s specific performance -- on the ratable payment theory -- of a pari passu clause in a 1980 credit agreement with the Congo. According to the transcript of the court hearing, the judge expressly denied the request for specific performance of that clause but nevertheless enjoined the Congo from making any payments in respect of its External Indebtedness (as defined in the 1980 credit agreement) without making a “proportionate payment” to Red Mountain.<sup>21</sup> The case subsequently settled....” [Buchheit-Pam]

## **4. Nacional Financiera, S.N.O. v. Chase Manhattan Bank, N.A., No. 00 Civ. 1571 (JSM), 2003 WL 1878415, at \*2 (S.D.N.Y. Apr. 14, 2003)**

*“...In Nacional Financiera, S.N.C. v. Chase Manhattan Bank, N.A., Judge Martin of the U.S. District Court for the Southern District of New York was called upon to interpret a pari passu provision in a fiscal agency agreement. It was alleged that the borrower, Tribasa, had defaulted on its payment obligations to certain noteholders (called the “Smith Parties”). Tribasa was alleged to have then issued new notes to another creditor, Nafin, and paid those new notes. When the Smith Parties argued that this practice violated Tribasa’s pari passu covenant, Judge Martin ruled that the pari passu provision’s only effect in terms of legal remedies was to ensure that, in the event of Tribasa’s bankruptcy, all of Tribasa’s noteholders would share equally in the distribution of the company’s unencumbered accounts.<sup>24</sup> Nafin, before it accepted a payment by Tribasa, was under no obligation to assure itself that other noteholders were also being paid on their claims.<sup>25</sup> Citing the Elliott v. Peru decision in Brussels, however, Judge Martin speculated that the pari passu covenant “may . . . have given the Smith Parties the right to obtain an injunction to bar Tribasa from making preferential payments to some of its note holders and that another note holder with notice of that injunction could be liable . . . if it thereafter accepted preferential payments.”<sup>26</sup><sup>33</sup>....”*  
**[Buchheit-Pam]**

5. kjkj
6. hjkjhj
- 7.
- 8.

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

## **PPC in gerichtlichen Verfahren in Deutschland**

Noch ist keine grundsätzliche, gerichtliche Klärung der PPC in Deutschland rechtshängig. Interessant wäre, ob diese Problematik einer Feststellungsklage nach der ZPO zugänglich ist. **Hier bitte ich um Hilfe seitens juristisch bewanderter Leser.**

Gleichwohl hat sich das Oberlandesgericht München bereits in einem Nebensatz mit einer Einschätzung zur PPC zu Wort gemeldet. In dem Verfahren 5 W 2219/04 äußert sich das OLG München in seinem Beschluss vom 13.09.2004 wie folgt:

---

<sup>33</sup> Die anscheinend etwas Zusammenhanglos auftauchenden Zahlen beziehen sich auf die Fußnoten im Original (hier [Buchheit-Pam]).



*„....Dahinstehen kann in diesem Zusammenhang, ob der geplante Treuhandfonds in Argentinien unter Verletzung der so genannten Pari-Pasu-Klausel der bereits ausgegebenen Anleihen errichtet werden soll. Dies hätte zwar möglicher Weise eine Verletzung vertraglicher Verpflichtungen der Antragsgegnerin gegenüber den bisherigen Anleihegläubigern zu Folge, rechtfertigt jedoch nicht die Annahme, dass die Antragsgegnerin beabsichtigt, Vermögen aus Deutschland abzuführen und somit dem Vollstreckungszugriff zu entziehen...“*

Hervorhebung durch den Autor. Dieser Aussage bestärkt mich in meiner weiten, umfassenden Interpretation der PPC und spornt mich an, diese Problematik einer gerichtlichen Klärung zuzuführen.

## **Vertragliche Vereinbarungen der PPC in den defaulten Argentinienanleihen bis 2001 begeben**

**Ausschnitt aus den Anleihebedingungen (der alten Anleihen vor und bis 2001 begeben) 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>34</sup> aus den Anleihebedingungen (ALB) der **Argentinienanleihe 10 ½ % 1995 – 14.11.2002 (WKN 130 020<sup>35</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*

---

<sup>34</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>35</sup> Die genaue Bezeichnung der Anleihe lautet:

**BÖRSEZULASSUNGSPROSPEKT**

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 BÖRSENHANDEL 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**

*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 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): .....*

## **Vertragliche Vereinbarungen der PPC in den neuen argentinischen Umschuldungsanleihen**

**Und jetzt die zu erwartenden Formulierungen zur PPC in den neuen Umschuldungsbonds per 31.12.2003 bzw. Anfang 2005 begeben.**

Aus dem mir seit dem 20.12.04<sup>36</sup> vorliegenden **Prospectus Supplement** und **Trust Indenture**<sup>37</sup> hier die entsprechenden Passagen zur PPC:

*„.....**4. Status and Negative Pledge and Covenants.** (a) The Securities will constitute the 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 herein) of the Republic....”<sup>38</sup>*

Die entscheidende Passage lautet: “...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.....”.

Was auffällt, ist, dass die sonst übliche Passage über die Rangigkeit der Zahlungen fehlt. Scheinends hat Argentinien respektive seine Anwälte dazu gelernt. Im Umkehrschluss folgt daraus natürlich, dass die früheren Formulierungen der PPC sehr wohl weit umfassend interpretiert werden müssen.

Im Prospectus Supplement habe ich bislang keine Stelle bezüglich der PPC finden können. Aber das will bei 170 eng beschriebenen Seiten vorerst noch nichts heissen.

## Die Interpretation der PPC:

---

<sup>36</sup> Wie allgemein bekannt ist, will Argentinien die genauen Konditionen der neuen Bonds, wie sie im **Prospectus Supplement** und in der Trust **Indenture** niedergelegt sind, erst möglichst spät veröffentlichen.

<sup>37</sup> Die Trust Indenture liegt mir in folgender Version vor: **CGSH Draft 11/17/04 ANEXO VI THE REPUBLIC OF ARGENTINA** as Issuer and [ ] as Trustee **TRUST INDENTURE** dated as of [ ], 2004 DEBT SECURITIES. Die Auslassung des Trustee-Namen wird wohl mit BoNY (Bank of New York) ausgefüllt werden. In cgsh-üblicher Weise ist auch die interne Dokumentennummer mit angegeben: **[New York #1312305 v8]**. Bei den ersten Schriftsätzen vor Frankfurter Gerichten in den Klageerwiderungen von Argentinien waren diese internen Dokumentennummer auch noch angegeben. Daraus ließen sich die Autoren der Schriftsätze vermuten.

<sup>38</sup> Aus dem Anhang C (Seite C-4) „[FORM OF REVERSE OF SECURITY] **TERMS AND CONDITIONS OF THE SECURITIES**” der Trust Indenture.

**Eng (narrow) (Harvard Law School<sup>39</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:**

- hjhjjhäö
- ölööll
- lklkl
- 

**Der Weite Ansatz:**

- „...**Thus was the ‘ratable payment’ interpretation of the pari passu clause unleashed...**“ (Buchheit/Pam The Hunt for Pari Passu<sup>40</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:

---

<sup>39</sup> Wie weiter vorn schon angedeutet, stellt sich mir die von Shlizhyus so genannte Harvard Law School Interpretation der PPC als eine **von Interessen souveräner Schuldner geprägte Parteimeinung von Cleary, Gottlieb mit Buchheit an der Spitze und seinem Umfeld.**

<sup>40</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)

*„... (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):

*“... "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.

## Erste deutschsprachige, wissenschaftliche Aussagen zur PPC

Die deutsche Literatur gibt zum Thema PPC bislang nicht viel her. Eine erste etwas umfangreichere Einschätzung erfolgte von **Baars/Möckel**<sup>41</sup> in der ZBB 6/04:

*„...Versteht man nämlich die in der internationalen Anleihepraxis übliche pari-passu-Klausel im Kontext staatlicher Emissionen nicht nur als Mittel, eine Bevorzugung anderer Gläubiger (beispielsweise durch die Vereinbarung einer exklusiven Befriedigung aus besonders einträglichen Einnahmequellen) zu verhindern, sondern als eine darüber hinausgehende Verpflichtung, die jeweiligen Verbindlichkeiten tatsächlich auch gleich zu bedienen (d. h. im Falle von Zahlungsschwierigkeiten nach dem. entsprechenden Pro-rata-Anteil), wäre jedwede Gläubigerdiskriminierung rechtlicher oder tatsächlicher Natur unzulässig. Die vom argentinischen default betroffenen Anleihegläubiger könnten dann nicht nur gegen die kontinuierlichen Zahlungen Argentiniens an die multilateralen Darlehensgeber vorgehen, sondern auch eine zukünftige Bedienung umgeschuldeter Auslandsanleihen weitgehend torpedieren...“*

Der Ansatz *„...gegen die kontinuierlichen Zahlungen Argentiniens an die multilateralen Darlehensgeber vorgehen...“* wird gerichtlich von „**Mond**<sup>42</sup>“ mit meiner (und natürlich noch

---

<sup>41</sup> **Baars** und **Möckel** sind Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg. Der Artikel wird folgend von den Autoren kurz zusammen gefasst: *„...Im Januar 2005 soll eine Aktion zur Umschuldung von Staatsanleihen beginnen, die in ihrem Ausmaß in der Geschichte beispiellos ist. Die Inhaber von Argentinienanleihen sind dann aufgerufen zu entscheiden, ob sie ihre seit mittlerweile drei Jahren nicht mehr bedienten Staatspapiere in neue Bonds zu wesentlich ungünstigeren Konditionen umzutauschen berät sind. Noch ist unklar, wie groß die Zustimmung zur Offerte Argentiniens, das Ende 2001 den wirtschaftlichen Staatsnotstand erklärt hatte, sein wird. Jedenfalls ist aber mit einer Fortsetzung der auch in Deutschland laufenden juristischen Auseinandersetzungen um die ursprünglichen Anleiheforderungen zu rechnen. Die gerichtliche Durchsetzung dieser Forderungen wirft einer Reihe interessanter rechtlicher Fragen auf, die zum Teil bereits dem Bundesverfassungsgericht zur Entscheidung vorgelegt wurden. Der Beitrag analysiert die relevanten Problemkreise und bietet einen Rückblick auf die Geschehnisse im Zusammenhang mit der Zahlungseinstellung und der darauf folgenden heftigen Kontroverse zwischen Argentinien und seinen Anleihegläubigern...“*

<sup>42</sup> Mond ist unter [ANS10117@aol.com](mailto:ANS10117@aol.com) erreichbar.



deutlich weiterer) Unterstützung betrieben. Meine Baustelle ist: „...zukünftige Bedienung umgeschuldeter Auslandsanleihen weitgehend torpedieren...“ . Mein Ansatz ist natürlich nicht destruktiver Art, die Zahlungen auf die Umschuldungsbonds zu torpedieren, sondern unseren entsprechenden Anteil an diesen Zahlungsströmen mit der PPC (notfalls auch nur Pro-rata) einzufordern.

## Sprachliche Nebelkerzen in der internationalen (vorwiegend us-amerikanischen<sup>43</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>44</sup> in BUILDING A BETTER SEATING CHART FOR

---

<sup>43</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.

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>45</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>46</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*

---

<sup>44</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 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>45</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>46</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)

*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 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.*

- Aus dem Schriftsatz von cgsh in der Sache **04 Civ. 7643 (HB) Greylock vs. Mendoza** vom 9.12.04 unterzeichnet von **Jonathan L. Blackman**: *"...This new claim is not only unsupported by the language of the parties' contract, but would defeat the Province's ability, which this Court has already recognized, to restructure its debt on any terms without unanimous consent. If Greylock's interpretation were correct, no such restructuring would ever be possible, because tendering bondholders who agree to a reduced payment on new debt would be forced to "share" even that reduced payment with any bondholders who did not exchange their bonds. If the Indenture and Bond Terms, which are standard provisions in both corporate and sovereign debt contracts, had intended to provide for this bizarre and counter-intuitive result, giving any holdout bondholder the effective ability to block a restructuring, they surely would have said so...."* Und weiter in der zugehörigen Fussnote: *"...It is particularly odd for Greylock to be making this claim, since its principal, Hans Humes, is also one of the members of the steering committee of the Global Committee of Argentina Bondholders, which is actively seeking to have the Republic of Argentina improve the proposed terms of its own debt restructuring, while publicly acknowledging that any Argentine restructuring will involve a considerable net discount of both principal and interest on existing debt. See Letter of Owen C. Pell, Counsel for the Steering Committee of GCAB, to the Hon. Thomas P. Griesa (Nov. 15, 2004) (Ex. L). If Greylock's new theory were correct, no Argentine restructuring would be possible either...."<sup>47</sup>* Weiter heisst es in diesem Schriftsatz: *"...3. Interpretation Of The Pari Passu Clause To Permit Hold-Out Creditors To Force Defaults On Obligations To Other Creditors Would Lead To Absurd Results That Would Be Contrary To Public Policy Even if there were a colorable basis for Greylock's*

---

<sup>47</sup> Neben unpassenden sprachlichen Qualifizierungen der PPC-Konsequenzen zäumen die Anwälte Argentinien die Pferd von hinten auf und sagen, wenn die PPC in ihrer weiten Fassung gelten sollte, führe das zu Ergebnissen, die so schrecklich sind, dass sie keiner gewollt haben könne. Zu der Schlussfolgerung, dass die PPC doch ihre literale Interpretation finden kann und wird und demgemäß die Argentinier versuchen müssen eine einvernehmliche Umschuldungslösung mit ihren Gläubigern finden zu müssen, kommen die „Hardliner“ von cgsh nicht. D.h. der eigentliche Hardliner ist **Nestor Kirchner** und cgsh vertritt nur auftragsgemäß die Interessen seines Mandanten.

*proposed reading of the Pari Passu Clause, the absurd consequences of that reading would suggest that it is not, and could not possibly be, the law of New York. Any interpretation of the Pari Passu Clause requiring simultaneous pro rata payments to each of the Province's creditors is not only unsupported by the market practice of the last fifty<sup>48</sup> years or by the New York case law that one would expect to see if that interpretation were correct, but would transform this routine contract provision into a **nuclear<sup>49</sup> weapon** in the hands of holdout creditors.....”*

- lkklk
- fggfg
- kjkjkjkj

## Definitionen der PPC in Lexika und der Literatur

### Encyclopaedia of Banking Law<sup>50</sup>:

*„.....It should also be observed that the pari passu clause has nothing to do with the time of payment of unsecured indebtedness, since this depends upon contractual maturities. The undertaking is not broken merely because one creditor is, in fact, paid before another. In the case of a state borrower, the pari passu clause must bear a different construction, since a government cannot be liquidated, nor are there procedures for the pro ration of governmental debt on a state bankruptcy equivalent to those contained in corporate bankruptcies. Hence, a statutorily enforced hierarchy on forced dissolution is not in point. It is suggested that a pari passu clause in state creditors is primarily intended to prevent the legislative ear-marking of revenues of the government, or the legislative allocation of inadequate foreign currency reserves to a single creditor and is generally directed against legal measures which have the effect of preferring one set of creditors over the others or discriminating between creditors at a time when the state is unable to pay its debts as they fall due....”*

Mein Kommentar dazu:

---

<sup>48</sup> Das es die letzten 50 Jahre keine PPC Gerichtsentscheidungen gegeben hat, liegt wohl eher daran, dass keine Zahlungskrisen souveräner Schuldner das gerichtliche Stadium so weit erreicht haben. Überall dort, wo sie zu entsprechenden gerichtlichen Entscheidungen geführt haben (z.B. Elliott) wurde die PPC weit interpretiert. Die vielfältigen Zahlungsprobleme bei Firmen wurden durch entsprechende nationale Konkursverfahren geregelt.

<sup>49</sup> Die Wortwahl Nukelare Waffen (Atomwaffen) ist in diesem Zusammenhang vollkommen unangemessen und dient wohl eher dazu unterschwellig Emotionen gegen eine weite Auslegung der PPC zu wecken.

<sup>50</sup> at paragraph 3418, there is a discussion concerning pari passu clauses in sovereign loan agreements. Here, the editors make the following observation

“...wenn ich mir die passage "...is generally directed against legal measures which have the effect of preferring one set of creditors over the others or discriminating between creditors at a time when the state is unable to pay its debts as they fall due...."

so ansehe, dann ist sie als gegenargument der argy-trust-indenture (wo die zukünftigen zinszahlungen durch einen treuhänder für die neuen anleihegläubiger der umschuldungsbonds treuhänderisch gehalten werden sollen) direkt auf den leib geschneidert..... (<http://www.b-wiebel.de/forum/messages/50841.html> )

### **Bankrechts-Handbuch Band III**<sup>51</sup>

„...kk) *Pari passu clause*

*The Borrower shall procure that its obligations under the Finance Documents do and will bank<sup>52</sup> at least pari passu with all its other present and future unsecured obligations, except for taxes and employee remuneration and benefits which are mandatorily preferred by law applying co companies generally."*

*Die Klausel gehört in der hier vorgestellten Fassung zu den Bestimmungen, in denen **Handlungs- und Unterlassungspflichten** des Kreditnehmers vorgesehen sind („covenants and undertakings"). In schwächeren Varianten gehört sie zu den **Zusicherungen**. Die Klausel ist von Gleichstellungsverpflichtungen im Hinblick auf die Bestellung von Sicherheiten (negative pledge) zu unterscheiden. Es geht nicht darum, die gleichen Sicherheiten wie andere Gläubiger zu erhalten, sondern es soll verhindert werden, daß ohne eine Sicherheitenbestellung ein im Insolvenzfall greifender Vorrang entsteht.*

*Der Sinn der Klausel besteht darin, daß der Kreditnehmer auch anders als durch eine Sicherheitenbestellung keinen Vorrang herbeiführen soll. Vielfach führt die Klausel sogar zu einem Kündigungsgrund, wenn von Gesetzes wegen ein Vorrang entsteht (Löhne und Gehälter, Kosten und andere Masseverbindlichkeiten in Insolvenzverfahren). Die Klausel kann also nicht die von Gesetzes wegen eintretende Rangfolge ändern, führt aber zur Fälligkeit, die freilich bei eingetretener Insolvenz ohne weitere Bedeutung ist.*

*Die hier vorgestellte Klausel stellt demgegenüber klar, daß Vorrechte, die sich aus zwingendem Recht ergeben, das allgemein auf Gesellschaften anwendbar ist, nicht unter diese Klausel fallen. Ihre Tragweite hängt im übrigen weitgehend davon ab, auf welche Verbindlichkeiten sie sich bezieht („definition of indebtedness")..... “*

Die Ausbeute bezüglich einer umfassenden Beschreibung der PPC, auch und insbesondere im Zusammenhang mit Auslandsanleihen souveräner Staaten (die keinem Insolvenzverfahren unterliegen) ist im Bankenrechts-Handbuch doch etwas enttäuschend. Die hier zitierte

---

<sup>51</sup> Bankrechts-Handbuch Band III, Verlag C.H.Beck, München 2001. 21. Kapitel. Einzelne Auslandsgeschäfte § 118. Auslandskreditgeschäft, (Dr. Reinhard Welter) Randnummern 117 bis 120, Seiten 4054/55.

<sup>52</sup> Das muss wohl „rank“ heissen; ein Satzfehler im Bankrechtshandbuch....?

Passage bezieht sich auf Anleihen/Kredite/Darlehen von Firmen, die jeweils dem nationalen Konkurs- bzw. Insolvenzrecht unterliegen.

In dem Artikel § 118, verfasst von Dr. Welter wird in der sehr umfangreichen Literaturübersicht Buchheit (Partner von cgsh in New York) etwa 25 mal als Quelle bzw. Referenz für einschlägige Betrachtungen genannt.

Gleichwohl lassen sich gewisse Schlussfolgerungen für unser klagemässiges Anliegen aus dem kurzen Abriss über die PPC ziehen. Insbesondere ist die Bemerkung im letzten Absatz von Interesse, dass es sehr darauf ankommt auf welche Formen der Verbindlichkeiten es ankommt, denen die PPC zugesichert wurde.

## Literaturliste mit Download-Quellen

In Eckigen Klammern ( [ ....] )der Zitierhinweis.Wenn verfügbar mit Abstract.

1. WILLIAM W. BRATTON, Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices Working Paper No. 505942 February 2004 [Bratton Pari Passu] [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=505942](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=505942)

***Abstract :** This Article interrogates the possibility that pari passu clauses in sovereign debt contracts legitimately can be read broadly so as to require pro rata payments to foreign creditors by sovereigns in default and forbid payments to favored classes of creditors. Many subscribe to a narrow interpretation, under which the clauses cover only contractual and legal priorities and do not regulate payments. The narrow interpretation makes sovereign debt compositions easier to conclude by depriving holdout creditors of a disruptive enforcement tool, arguably benefiting the bondholders as a group. This Article highlights benefits for the bondholders as a group under the broad reading, shifting to an ex ante time perspective and situating the clause in the economic context of sovereign lending. Debt contracts benefit sovereign bondholders in three ways when they create frictions that retard later compositions. First, the contracts diminish the likelihood of default by opportunistic sovereigns seeking to externalize the effects of economic reverses. Second, assuming severe financial distress, they make it less likely that the defaulting sovereign will attempt to impose the burden of restructuring on the particular class of bonds. Third, assuming a restructuring, they improve the bondholders' bargaining position. More generally, the pari passu clause, read broadly, constrains the distressed sovereign's range of choices, enhancing the enforcement power of the bonds, and arguably lowering the long run cost of sovereign debt capital.*

*The Article depicts sovereign debt as a world of tradeoffs and contradictions, where a contract that makes the bondholders better off means one thing on the day it is executed and delivered and another thing in the event of severe distress later on. With private debt, such contradictions are surmounted through the intervention of the bankruptcy regime. With sovereign debt there is no bankruptcy, forcing the parties to paper over the tensions between ex ante and ex post by drafting vaguely. Intractable questions of interpretation arise in consequence. From this perspective, judicial attachment of the broad reading can be justified without being dictated and without the narrow reading being rendered implausible or illegitimate. The interpreting court must choose between the readings under uncertainty.*

2. Lee C. Buchheit Jeremiah S. Pam, THE PARI PASSU CLAUSE IN SOVEREIGN DEBT INSTRUMENTS WORKING DRAFT 12/11/03 (Corrected) [**Buchheit-Pam**] <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Pam.pdf>

*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 can't 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 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.*

3. Lee C. Buchheit, The Pari Passu Clause Sub specie aeternitatis [**Sub specie aeternitatis** ], (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)

4. G. Mitu Gulati and Kenneth N. Klee, Sovereign Piracy [**Sovereign Piracy**] 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.*

5. Anna Gelpern, BUILDING A BETTER SEATING CHART FOR SOVEREIGN RESTRUCTURINGS [**Gelpern**] <http://www.iie.com/publications/papers/gelpern0804.pdf>

6. lklklkk

7. kjkjkj

8. kjkjkj
9. kjkjkj

## Wichtige Gerichtsentscheidungen und Schriftsätze

Zitierhinweise in Eckigen Klammern. Teilweise sind die Dokumente im Internet verfügbar (dann wird der Link mit aufgeführt); teilweise liegen sie mir vor (dann stelle ich sie gegebenenfalls Interessenten zur Verfügung. Vorerst ist die Liste etwas ungeordnet; eben so wie mir die Dokumente vorliegen und wichtig erscheinen.

1. MEMORANDUM OF LAW OF THE PROVINCE OF MENDOZA IN SUPPORT OF ITS MOTION FOR SUMMARY JUDGMENT, GREYLOCK GLOBAL OPPORTUNITY MASTER FUND LTD. and GREYLOCK GLOBAL DISTRESSED DEBT MASTER FUND LTD., Plaintiffs, v. PROVINCE OF MENDOZA, a Province of the Republic of Argentina, Defendant. **04 Civ. 7643 (HB)** CLEARY, GOTTLIEB, STEEN & HAMILTON One Liberty Plaza New York, New York 10006 (212)225-2000 Attorneys for The Province of Mendoza Of Counsel: Jonathan L Blackman Carmine D. Boccuzzi [**MEMORANDUM OF LAW OF MENDOZA**] (Dokument vom 9.12.2004 ca. 30 Seiten, liegt mir vor)
2. MEMORANDUM OF LAW IN SUPPORT OF PLAINTIFFS' MOTION FOR SUMMARY JUDGMENT, **04 Civ. 7643 (HB)**, CLIFFORD CHANCE US LLP 31 West 52nd Street New York, New York 10019 Hilary Lane (HL-0829) Wendy Rosenthal (WR-4461) Counsel for Greylock Global Opportunity Master Fund Ltd. and Greylock Global Distressed Debt Master Fund Ltd. [**MEMORANDUM OF LAW Greylock**]
3. jhkjhkhjh
4. jhkjhkhkhkhjk
5. jhgjghgjghj
- 6.