

Max-Planck-Institut  
für ausländisches und internationales Privatrecht

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht  
10

# Die Wertsicherung der Young-Anleihe



J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen

# Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

10

Herausgegeben von

**Max-Planck-Institut für ausländisches  
und internationales Privatrecht**

Direktoren:

Professor Dr. Ulrich Drobniß, Professor Dr. Hein Kötz  
und Professor Dr. Dr. h. c. Ernst-Joachim Mestmäcker



# Die Wertsicherung der Young-Anleihe

Das Urteil des Schiedsgerichtshofs für das  
Abkommen über deutsche Auslandsschulden  
vom 16. Mai 1980

Text und Kommentare

von

Hugo J. Hahn / Wilfried Braun  
Dominique Carreau / Eliyahu Hirschberg  
Norbert Horn

Im Institut herausgegeben

von

Peter Behrens



J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1984

**CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek**

**Die Wertsicherung der Young-Anleihe:** d. Urteil d. Schiedsgerichtshofs für d. Abkommen über dt. Auslandsschulden vom 16. Mai 1980; Text u. Kommentare / von Hugo J. Hahn . . . Im Inst. hrsg. von Peter Behrens. – Tübingen: Mohr, 1984.  
(Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht; 10)

ISBN 3-16-644748-2

ISSN 0720-1141

NE: Hahn, Hugo J. [Mitverf.]; Behrens, Peter [Hrsg.]; GT  
978-3-16-158514-2 Unveränderte eBook-Ausgabe 2019

© J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1984.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlags ist es auch nicht gestattet, das Buch oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen.

Printed in Germany.

Druck: Gulde-Druck GmbH, Tübingen. Einband: Heinrich Koch, Großbuchbinderei, Tübingen.

## VORWORT

1. Die Sicherung von Geldschuldgläubigern gegen den Wertverfall ihrer Forderungen stellt seit jeher ein zentrales wirtschaftliches und juristisches Problem dar. Die Abhängigkeit privater Schuldverhältnisse von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen ist hier besonders augenfällig und schwierig zu bewältigen; Patentrezepte gibt es nicht. Privatvertragliche Risikoverteilung setzt ein Maß an Berechenbarkeit der Rahmenbedingungen voraus, das gerade im monetären Bereich oft nicht gewährleistet ist. Dies gilt schon im Hinblick auf den Kaufkraftschwund einer nationalen Währung, mit dem Geldschuldgläubiger überall konfrontiert sind. In internationalen Beziehungen tritt das Wechselkursproblem hinzu, welches die Einschätzung und Verteilung der Risiken insbesondere bei langfristigen Bindungen oft nahezu unmöglich macht. Die Kautelarjurisprudenz hat trotz ihres immensen Erfindungsreichtums die Variationsbreite tatsächlicher Entwicklungen immer wieder unterschätzt. Die Geschichte ist reich an herben Enttäuschungen, mit denen die Gläubiger von Geldschulden stets aufs neue konfrontiert worden sind. Immer wieder haben sich die Lehren, die man aus der Vergangenheit gezogen hatte, als unzureichend erwiesen, um damit auch die Zukunft zu meistern. Diese Erkenntnis war aber nie ein Anlaß zur Resignation, sondern stets eine Herausforderung, die Fehler der Vergangenheit zu analysieren, um sie mit größerer Aussicht auf Erfolg künftig zu vermeiden.

2. Im Rahmen dieses Lernprozesses kommt den Erfahrungen, die mit der Abwicklung der deutschen Reparationsschulden nach dem Ersten Weltkrieg gemacht worden sind, ganz besondere Bedeutung zu. Die "Kommerzialisierung" dieser Schulden durch die Begebung langfristiger internationaler Anleihen aufgrund des Ende der zwanziger Jahre konzipierten "Young-Plans" führte im Ergebnis zu einer Privatisierung der Forderungen, für die dann das Problem der monetären Wertsicherung ebenso akut wie - nachträglich gesehen - praktisch un-

lösbar wurde. Die zunächst vorgesehene Sicherung der Gläubiger brach aufgrund der unvorhersehbaren historischen Entwicklung in sich zusammen. Aber auch die Neuverhandlung des Wertsicherungsmechanismus nach dem Zweiten Weltkrieg, deren Ergebnis sich im "Londoner Schuldenabkommen von 1953" niederschlug, basierte auf Annahmen über die künftige Entwicklung, die sich - nachträglich gesehen - wiederum als unrealistisch erwiesen haben.

So läßt sich am Beispiel der "Young-Anleihe" in einzigartiger Weise das Wechselenspiel zwischen rechtlicher Geldwertsicherung und historischer Entwicklung demonstrieren, und die Entscheidung des für Streitfälle im "Londoner Schuldenabkommen" vorgesehenen Schiedsgerichtshofs vom 16.5.1980, in der sich dieses Wechselspiel zum juristischen Konflikt verdichtet hat, verdient unter diesem Gesichtspunkt besonderes Interesse. Dieses Interesse wird durch den Umstand, daß eine starke Minderheit der Richter ein abweichendes Votum verfaßt hat, noch erhöht.

3. Die Bedeutung der Entscheidung hat die Herausgeber der Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht veranlaßt, nicht nur den Wortlaut der Richtervoten durch eine Wiedergabe in diesem Band leichter zugänglich zu machen, sondern zugleich eine Reihe in- und ausländischer Experten zu bitten, die Entscheidung zu kommentieren. Das Ergebnis ist eine erfreulich kontroverse Diskussion, welche die Schwierigkeit der zugrunde liegenden Probleme mit aller wünschenswerten Klarheit offenlegt.

Der Verwirklichung dieses Vorhabens kam der Umstand entgegen, daß einer der auf deutscher Seite am Verfahren beteiligten Prozeßvertreter, Herr Professor Dr. Hugo J. Hahn (Würzburg) bereit war, seine profunden Kenntnisse für diesen Band nutzbar zu machen und unter Beteiligung seines ehemaligen Mitarbeiters, Herrn Dr. Wilfried Braun (Hachenburg/Westerwald) in einem Beitrag zusammenzufassen, der sowohl die völkerrechtlichen als auch die währungsrechtlichen Auslegungsprobleme der Wertsicherung der Young-Anleihe ausführlich behandelt. Es gelang ferner, zwei prominente ausländische Vertreter des internationalen Währungsrechts,

nämlich Herrn Professor Dominique Carreau (Paris) und Herrn Dr. Eliyahu Hirschberg (Jerusalem) für je einen Beitrag zu gewinnen. Ihre erfreulich pointierte Kritik am Mehrheitsvotum des Schiedsgerichtsurteils dürfte gerade von deutscher Seite mit großem Interesse aufgenommen werden. Schließlich war dankenswerterweise Herr Professor Dr. Norbert Horn (Bielefeld) bereit, die aktuellen Bezüge der Entscheidung, insbesondere zum modernen Recht der internationalen Anleihen herzustellen.

Hamburg, Herbst 1983

Peter Behrens



## INHALTSÜBERSICHT

<u>Behrens</u> , Vorwort.....	V
<u>Inhalt</u> .....	IX
<u>Hahn / Braun</u> , Einführung: Vorgeschichte und Hintergrund des Schiedsgerichtsurteils.....	1
<u>Hahn / Braun</u> , Die Währungsklausel als Interpretations- problem.....	9
<u>Carreau</u> , La garantie de change au regard du droit monétaire.....	59
<u>Hirschberg</u> , The Value Clause and the Change of Cir- cumstances.....	89
<u>Horn</u> , Die Wertsicherung und das Vertragsrecht der in- ternationalen Anleihen.....	107
<u>Anhang</u> : Text der Entscheidung.....	129
<u>Verzeichnis der Autoren</u> .....	266

## I N H A L T

<u>H.J. Hahn/W. Braun</u> , Einführung: Vorgeschichte und Hintergrund des Urteils.....	1
<u>H.J. Hahn/W. Braun</u> , Die Währungsklausel als Interpretationsproblem.....	9
I. Vorbemerkung.....	9
II. Völkervertragsrechtliche Interpretation der Klausel.....	13
1. Anwendung der Wiener Vertragsrechtskonvention	13
2. Interpretationsgrundsätze.....	16
a) Grundsatz der Sprachgleichheit.....	16
b) Allgemeine Auslegungsregel.....	18
c) Ergänzende Auslegungsregel.....	18
d) Harmonisierungsgrundsatz.....	19
III. Währungsrechtliche Interpretation der Klausel	24
1. Begriffsbestimmungen.....	25
a) "Aufwertung" und "Abwertung".....	26
b) "Appreciation" und "dépréciation" bzw. "appréciation" und "dépréciation".....	29
c) Zusammenhänge zwischen Aufwertung und Abwertung (Abwertungseffekt einer Aufwertung?)	31
2. Geldwertsicherung als Risikoverteilung.....	33
3. Aufwertung als Anwendungsproblem der Währungsklausel.....	34
a) Mehrdeutigkeit des Wortlauts.....	34
b) Bezugnahme auf das Paritätensystem von Bretton Woods.....	36
c) Optionsrechtliche Bedeutung der Klausel..	39
d) Grundsatz der Gleichbehandlung aller Gläubiger.....	42
e) Gegenstand und Zweck des Vertrages.....	44
IV. Gegenüberstellung von Mehrheits- und Minderheitsvotum des Schiedsgerichtsurteils.....	48

V. Die Währungsklausel auf dem Hintergrund eines veränderten internationalen Währungssystems (Das Schiedsgerichtsurteil als Ansatz für eine Prognose).....	50
1. Eingrenzung des Schutzzwecks der Klausel.....	51
2. Bedeutungswandel der Klausel infolge des Untergangs des Systems von Bretton Woods? .....	51
a) Wortlaut.....	53
b) Normzweck und Vertragsanpassung.....	54
VI. Risikobegrenzung durch Anpassungsvorsorge.....	57
<u>D. Carreau</u> , La garantie de change au regard du droit monétaire.....	59
I. Introduction.....	59
II. Les concepts fondamentaux ("dévaluation", "réévaluation", "dépréciation", "appréciation")....	62
1. L'absence d'une terminologie précise.....	62
2. La nécessité d'une précision terminologique..	66
a) Les concepts de "dévaluation" et de "réévaluation".....	66
b) Les concepts de "dépréciation" et d'"appréciation".....	71
3. Les rapports entre les concepts de "dévaluation" et de "réévaluation", d'une part et les concepts de "dépréciation" et d'"appréciation", d'autre part.....	72
4. L'application erronée de ces concepts par le Tribunal d'Arbitrage.....	73
5. L'article 13 de l'accord de Londres.....	75
6. L'intention des parties de l'accord de Londres	79
III. Le calcul des modifications de taux de change...	80
IV. Le principe d'égalité de traitement des créanciers	83
1. Le contenu du principe.....	83
2. L'application du principe dans le contexte de l'emprunt Young.....	84
V. Conclusion.....	86

<u>E.Hirschberg</u> , The Value Clause and the Change of Circumstances.....	89
I. Introduction.....	89
1. Monetary History.....	89
2. The Impact of Subsequent Events Upon the Interpretation of the Agreement.....	90
3. The Object and Purpose of the Agreement in Light of Subsequent Events.....	91
II. Monetary Law and Contemporary Problems.....	
1. Monetary Law in an Era of Monetary Instability	93
2. The Nominalistic Solution.....	94
3. Wide Interpretation of Value Clauses.....	95
4. Financial Considerations.....	96
III. The Terms of the Agreement.....	97
1. The Value Clause as a Currency Exchange Guarantee.....	97
2. The Meaning of "Least Depreciated Currency"..	98
3. The Principle of Equal Treatment of All Creditors.....	99
IV. Revaluation and Devaluation.....	101
1. Revaluation.....	101
2. Devaluation.....	103
3. Revaluation as Compared with Devaluation.....	104
V. Conclusions.....	105
<u>N. Horn</u> , Die Wertsicherung und das Vertragsrecht der Internationalen Anleihen.....	107
I. Allgemeine Bemerkungen.....	107
1. Betrachtungsebenen.....	107
2. Anleihevertragsrecht.....	110
II. Einzelfragen.....	112
1. Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Obligationäre.....	112
a) Die Young-Anleihe als Parallelanleihe....	112
b) Grenzen des Gleichbehandlungsgrundsatzes bei einer Parallelanleihe.....	114

2. Die Wertsicherungsklausel im Licht heutiger anleihevertragsrechtlicher Praxis.....	115
a) Goldklauseln.....	117
b) Währungsklauseln.....	117
(1) Bindung an bestimmte Währungen.....	118
(2) Bindung an einen "Währungskorb".....	119
c) Einordnung der strittigen Klausel.....	120
3. Das Problem einer nachträglichen Vertragsan- passung.....	122
a) Clausula rebus sic stantibus.....	122
b) Geldwert als Geschäftsgrundlage.....	124
III. Zusammenfassung.....	125
<u>Anhang</u> : Entscheidung des Schiedsgerichtshofs für das Abkommen über deutsche Auslandsschulden.....	131
Rubrum.....	132
Abkürzungsverzeichnis.....	134
Sachverhalt.....	135
Entscheidungsgründe.....	162
Urteilstenor.....	204
In der Begründung abweichende Meinung.....	205
Im Ergebnis abweichende Meinung.....	207
<u>Verzeichnis der Autoren</u> .....	266

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

10

Herausgegeben von

Max-Planck-Institut für ausländisches  
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Professor Dr. Ulrich Drobnig, Professor Dr. Hein Kötz  
und Professor Dr. Dr. h. c. Ernst-Joachim Mestmäcker

der sich bereits abzeichnenden Weltwirtschaftskrise so frühzeitig wie möglich ihre Kriegsverbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten begleichen konnten<sup>4</sup>.

Im Zuge der Mobilisierung der Reparationsleistungen, d.h. der Ausgabe von Schuldverschreibungen des Reiches, deren Erlös den Gläubigerstaaten zufallen sollte<sup>5</sup>, wurde die in neun verschiedenen Tranchen aufgeteilte "internationale 5 1/2%-Anleihe des Deutschen Reiches von 1930", die sogen. "Young-Anleihe", mit einem effektiven Gegenwert von 300 Mio. US-Dollar aufgelegt und an den internationalen Märkten emittiert<sup>6</sup>. In Erinnerung gerufen zu werden ver-

<sup>4</sup> Diese Absicht kommt besonders deutlich im 3. Jahresbericht des Reparationsagenten Parker Gilbert vom 19.12.1927 zum Ausdruck; vgl. Lüke, Von der Stabilisierung zur Krise (1958) 146. Zu den wirtschaftspolitischen Auswirkungen der Reparationsleistungen vgl. Stucken, Schaffung der Reichsmark, Reparationsregelungen und Auslandsanleihen, Konjunkturen (1924-1930), in: Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, hrsg. von der Deutschen Bundesbank (1976) 249 ff., 257 ff. Dazu erwies sich der Wegfall des im Dawes-Plan dem Schuldnerstaat eingeräumten Transferschutzes als notwendig, der im Falle einer Stabilitätsgefährdung der deutschen Währung einen Zahlungsaufschub ermöglichte. Im Young-Plan wurde das dadurch erreicht, daß ein nicht unerheblicher Teil der jährlich auf 2050 Mio. Goldmark festgesetzten Reparationsleistungen, nämlich 600 Mio. US-Dollar, "ungeschützt", d.h. ohne Recht auf Aufschub in ausländischer Währung zahlbar war. Vgl. Anlage Nr. 6 zum Bericht des ersten Sachverständigenkomitees; siehe Sachverständigengutachten vom 9.4.1924, hrsg. vom Auswärtigen Amt (1924) 21 f. Gegen den Verzicht auf den Transferschutz sprach sich nachdrücklich Reichsbankpräsident Schacht aus, der mit einer Krise, in der diese Schutzklausel eine Rolle spielen würde, rechnete; Schacht, Das Ende der Reparationen (1931) 43 f. Die gleiche Ansicht vertrat übrigens das damalige Mitglied des Direktoriums der Reichsbank, der spätere Präsident des Direktoriums der Bank deutscher Länder und der Deutschen Bundesbank, Wilhelm Vocke, der den Verzicht als folgenschweren Fehler und mitursächlich für die im Jahre 1931 auftretende deutsche Bankenkrise ansah; Vocke, Memoiren (1973) 95 ff.

<sup>5</sup> Die Rechtsgrundlage bildete zunächst Art. 148 Young-Plan, dann das sogen. "Haager Mobilisierungsabkommen", RGBL. 1930 II 328 ff.

<sup>6</sup> Rechtsgrundlage dieser internationalen Anleihe sind zum einen das Pariser Regierungsabkommen vom 10.7.1930, das der Schuldnerstaat mit den Regierungen der neun Emissionsländer abgeschlossen hat, und zum anderen die allgemeinen

dient in diesem Zusammenhang, daß gerade zwecks Kommerzialisierung der Reparationsverbindlichkeiten als Zentralstelle für den Transfer der deutschen Leistungen von den Zentralbanken der Gläubigerstaaten und Deutschland ein internationales Bankinstitut, die "Bank für Internationalen Zahlungsausgleich" (BIZ), gegründet wurde<sup>7</sup>, dessen Bedeutung im internationalen Zahlungsverkehr angesichts seiner vielfältigen Funktionen und Aktivitäten nicht hoch genug eingeschätzt werden kann. Die hauptsächliche Aufgabe der BIZ im Rahmen der Young-Anleihe bestand und besteht bis zur endgültigen Abwicklung noch heute darin, als Treuhänder oder als Agent der Gläubigerstaaten und Inhaber von Schuldverschreibungen zu fungieren<sup>8</sup>.

Im Rahmen der Kommerzialisierung der Reparationen sollten noch weitere Anleihen des Deutschen Reiches begeben werden; dazu kam es jedoch infolge der verschärften Weltwirtschaftskrise nicht mehr.

Die Durchführung internationaler finanzieller Transaktionen, wie sie die Begebung einer internationalen Anleihe darstellt, wirft häufig Probleme der Bewertung der verschiedenen

---

Anleihebedingungen ("Allgemeine Schuldverschreibung", "General Bond"), welche die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) als Treuhänder der Anleihe mit der Regierung des Deutschen Reiches ausgehandelt hat. Der Form nach läßt sich der General Bond als ein Vertrag zugunsten Dritter qualifizieren, den die BIZ als Treuhänder für die Inhaber der sich im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen mit der Regierung des Deutschen Reiches abgeschlossen hat.

In diesem Sinne etwa das Schweizer Bundesgericht 26.5.1936, BGE 62 (1936) II 141 (145). Zur Rechtsnatur des General Bond im einzelnen Wilfried Braun, Monetärrechtliche Probleme vertraglicher Geldwertsicherung im grenzüberschreitenden Wirtschaftsverkehr (Diss. Würzburg 1979) 258 ff.; inzwischen veröffentlicht unter dem Titel "Vertragliche Geldwertsicherung im grenzüberschreitenden Verkehr", Studien aus dem Institut für Internationales Recht an der Universität Kiel, Bd. 9 (1982). Text des Regierungsabkommens und des General Bond in: League of Nations Treaty Series vol. 112 Nos. 1-4 (237 ff., 247 ff.). Zur Young-Anleihe auch Zieger (oben N. 1) 11.

<sup>7</sup> Statuten der BIZ, RGBl. 1930 II 290.

<sup>8</sup> Art. III der Statuten der BIZ, RGBl. 1930 II 297.



nationalen Währungen der Parteien auf. Jeder Staat hat dabei die Kompetenz, den Außenwert seiner Währung durch Auf- oder Abwertung innerhalb der Grenzen, die ihm durch die Regeln des internationalen Rechts und die Ausgestaltung des internationalen Währungssystems gesetzt sind, zu variieren. Zusätzlich kann sich der Wert einer Währung in Beziehung zu anderen Währungen durch Marktmechanismen ändern, d.h. durch Steigen oder Fallen der Wechselkurse. Nach dem Prinzip des Nominalismus bestimmt der jeweilige Staat kraft seiner Geld- und Währungshoheit den Wert seines nationalen Geldes autonom. Die Tilgungswirkung hängt dabei ausschließlich von dem aufgedruckten Nennwert des jeweiligen Geldzeichens ab. Der zwischen Begründung und Fälligkeit der Geldschuld eingetretene Geldwertschwund bleibt unbeachtlich. Das bedeutet für kommerzielle Transaktionen, wie die Ausgabe von Schuldverschreibungen, daß der Schuldner lediglich verpflichtet ist, den auf den Wertpapieren aufgedruckten Geldbetrag zurückzuzahlen. Damit hat er ordnungsgemäß erfüllt und er wird demzufolge von seiner Leistungspflicht befreit<sup>9</sup>. Angesichts dieser Rechtslage, die das Risiko der Geldentwertung dem Gläubiger zuweist, kann es nicht verwundern, daß die Kapitalanleger bei längerfristigen finanziellen Transaktionen versuchten, durch spezielle vertragliche Abreden das sie treffende Geldwertrisiko aufzufangen. Eine derartige Wert-sicherungsklausel wies auch die Young-Anleihe auf, indem der jeweilige Nennbetrag wertmäßig je gesondert an die damals geltende Goldparität einer jeden Emissionswährung gebunden wurde<sup>10</sup>.

Die Bedienung der Young-Anleihe erfolgte zunächst vereinbarungsgemäß<sup>11</sup>. Vom 1.7.1934 an stellte aber die national-

---

<sup>9</sup> Zu dem Prinzip des Nominalismus und seinen rechtlichen und tatsächlichen Implikationen siehe insbes. die beiden Klassiker des Geld- und Währungsrechts F.A.Mann, The Legal Aspect of Money<sup>4</sup> (1982) 80 ff., und Nussbaum, Money in the Law, National and International<sup>2</sup> (1950) 172-180.

<sup>10</sup> Art. 6 (a) General Bond.

<sup>11</sup> Das stand im Gegensatz zu den Reparationszahlungen, die infolge der Weltwirtschaftskrise bereits im Jahre 1931 durch das sog. Hoover-Moratorium ihr Ende fanden. Zum

sozialistische deutsche Regierung Zins- und Tilgungszahlungen grundsätzlich ein<sup>12</sup>. Die Folge war, daß die im Ausland umlaufenden Schuldverschreibungen wegen ihres durch die deutsche Zahlungsverweigerung hervorgerufenen Wertverlustes zum erheblichen Teil zu gedrückten Preisen zurückgekauft werden konnten<sup>13</sup>.

Auch gegenwärtig dürfte sich vermutlich ein erheblicher Teil der Fremdwährungs-Bonds in deutschen Händen befinden; von einem positiven Ausgang des Verfahrens im Sinne der klagenden Staaten hätten daher nicht in erster Linie ausländische Bond-Inhaber, sondern deutsche Staatsangehörige profitiert. Man mag darüber spekulieren, weshalb sich die klagenden ausländischen Regierungen bereit gefunden haben, faktisch die Interessen deutscher Kapitalanleger zu vertreten. Sie taten dies möglicherweise nur, weil sie über die Konzentrierung des Besitzes in deutschen Händen nicht hinreichend informiert waren.

Als in dem Londoner Schuldenabkommen von 1953 - dieses Abkommen ist insofern bemerkenswert, als es erstmals in der Währungsgeschichte alle Auslandsschulden eines Staates zusammenfaßte<sup>14</sup> - auch die Young-Anleihe auf eine neue währungsrechtliche Grundlage gestellt wurde, erwies sich eine Neufassung ihrer Wertsicherungsvereinbarung als notwendig, weil die bisherige Goldwertklausel sich sowohl in dem maßgebenden Gläubigerland, den Vereinigten Staaten von Amerika,

---

politischen Hintergrund siehe Irmner, Bankenkrise und Vollbeschäftigungspolitik (1931-1936), in: Währung und Wirtschaft (oben N. 4) 283 ff.

<sup>12</sup> Daran vermochte auch der Protest des Treuhänders nichts zu ändern; vgl. etwa die Kritik in den Jahresberichten der BIZ aus dieser Zeit.

<sup>13</sup> Siehe dazu den Bericht des US Foreign Bondholders Protective Council von 1936.

<sup>14</sup> Text in BGBl. 1953 II 331. Zum Londoner Schuldenabkommen vgl. Abs, Das Londoner Schuldenabkommen, Vortrag gehalten am 29.10.1952 in Bad Homburg (unveröff.); Dernburg, Some Basic Aspects of German Debt Settlement: J. of Finance 8 (1953) 298 ff. (318); Wallich, Triebkräfte des deutschen Wiederaufstiegs (1955) 242.

als auch im Schuldnerstaat, der Bundesrepublik Deutschland, erheblichen juristischen Bedenken gegenüber sah<sup>15</sup>.

Die in langwierigen Verhandlungen gefundene Kompromißlösung, die dann im Mittelpunkt des in diesem Band dokumentierten schiedsgerichtlichen Verfahrens stand, hat folgenden Wortlaut:

"Sollte sich der am 1. August 1952 für eine der Emissionswährungen maßgebende Wechselkurs /rates of exchange; taux de change/ später um 5 v.H. oder mehr ändern, so sind die nach diesem Zeitpunkt fälligen Raten zwar nach wie vor in der Währung des Emissionslandes zu leisten; sie sind jedoch auf der Grundlage der Währung mit der geringsten Abwertung /the least depreciated currency; la devise la moins dépréciée/ (im Verhältnis zu dem Wechselkurs vom 1. August 1952) zu berechnen und zu dem im Zeitpunkt der Fälligkeit der betreffenden Zahlung maßgebenden Wechselkurs wieder in die Emissionswährung umzurechnen"<sup>16</sup>.

Daß die von den Parteien gefundene Formulierung in der jeweils authentischen deutschen, englischen und französischen Fassung<sup>17</sup> als nicht besonders gelungen bezeichnet werden kann, zeigt mit aller Deutlichkeit das 1971 eingeleitete schiedsgerichtliche Verfahren. Zumindest sprachlich weist der deutsche Text einerseits und der englische und französische Text andererseits, soweit es die Beschreibung des monetären Anpassungsmaßstabs der 5%-Klausel betrifft, einige Divergenzen auf:

Während die deutsche Fassung auf die "Währung mit der geringsten Abwertung" abhebt, rekurrieren der englische und der französische Text auf die Bezeichnung "the least depreciated currency" bzw. "la devise la moins dépréciée".

<sup>15</sup> In der Bundesrepublik gemäß § 3 WährungssicherungsG, in den Vereinigten Staaten nach der inzwischen aufgehobenen "Joint Resolution" aus dem Jahre 1933. Angesichts der durch das Inkrafttreten der Zweiten Satzungsreform des IWF vollzogenen rechtlichen Demonetarisierung des Goldes in seinen bedeutendsten geldmäßigen Funktionen als Recheneinheit und Wertmesser dürften derartige Geldwertklauseln in der Kautelarpraxis keine Rolle mehr spielen. Zu dieser Entwicklung und den daraus ableitbaren rechtlichen Konsequenzen siehe im einzelnen Braun (oben N. 6) 223 ff.

<sup>16</sup> Anlage I 2 e, 2.Abs. LSchA; Text in BGBl. 1953 II 369.

<sup>17</sup> Schlußformel des LSchA.

Unter dem deutschen Begriff "Abwertung", der inhaltlich dem englischen und französischen Ausdruck "devaluation" bzw. "dévaluation" entspricht, versteht man gemeinhin oberrichtigkeitsmäßig vom jeweiligen Währungsstaat verfügte Herabsetzung des Außenwerts seines nationalen Geldes; dagegen erfaßt die englische und französische Bezeichnung "depreciation" bzw. "dépréciation" auch die Entwertung des Geldes schlechthin, die etwa durch den inflationär bedingten Kaufkraftschwund verursacht wird<sup>18</sup>.

Die daraus sich ergebende Auslegungsproblematik wurde von den Vertragsparteien bald nach Abschluß des Londoner Schuldenabkommens erkannt; doch ließ sich bis heute kein gemeinsamer Nenner finden. Nachdem nun die Deutsche Mark in den Jahren 1961 und 1969 aufgewertet wurde, gewann der Meinungsstreit praktische Relevanz. Denn bei Maßgeblichkeit der deutschen Fassung stellt sich die 5%-Klausel währungsrechtlich betrachtet als bloßer Abwertungsschutz dar; unter Heranziehung der sprachlich weiteren englischen und französischen Texte umfaßt die Sicherungsabrede dagegen auch Aufwertungsfälle, da die nicht aufgewerteten Emissionswährungen in Relation zu der aufgewerteten Valuta ökonomisch gesehen eine der Aufwertungsrate entsprechende Wertminderung erfahren. Dann läßt sich unschwer auch eine aufgewertete Währung als "Währung mit der geringsten Entwertung" begreifen.

Mit Urteil vom 16.5.1980 hat der "Schiedsgerichtshof für das Londoner Abkommen über deutsche Auslandsschulden" nunmehr den Rechtsstreit, wenn auch mit äußerst knapper Mehrheit von vier gegen drei Richterstimmen, zugunsten der beklagten Regierung der Bundesrepublik Deutschland entschieden, die stets nachhaltig die Auffassung vertreten hatte, daß der Anpassungsmechanismus der 5%-Klausel nur durch eine formelle Abwertung einer Emissionswährung ausgelöst wird.

---

<sup>18</sup> Zur Bedeutung des deutschen Begriffs "Abwertung" siehe etwa Gabler, Banklexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassengewerbe<sup>8</sup> (1979) 15. Zur Bedeutung von "devaluation" und "dévaluation" und "depreciation" sowie "dépréciation" vgl. Carreau, Souveraineté et coopération monétaire internationale (1970) 208; Nussbaum (oben N. 9); weitere Hinweise bei Braun (oben N. 6) 285 ff.

Auf die zweifelsohne interessante Frage, wie nun künftig der Sicherungsumfang der 5%-Klausel zu bestimmen ist, nachdem die formale Abgrenzung zwischen Abwertung einerseits und Aufwertung andererseits durch den Wegfall des Paritätssystems von Bretton Woods im Laufe der siebziger Jahre ihre juristische Bezugsgrundlage verloren hat, brauchte der Schiedsgerichtshof nicht einzugehen, da diese Frage von den klagenden Regierungen nicht zum Gegenstand des Prozesses gemacht wurde.

Die Entscheidung bietet Gelegenheit, sich mit dem Inhalt der grundlegenden währungsrechtlichen Begriffspaare "Aufwertung" und "Abwertung"; "revaluation" und "devaluation"; "réévaluation" und "déévaluation" sowie "Wertsteigerung" und "Wertminderung"; "appreciation" und "depreciation"; "appréciation" und "dépréciation" auseinanderzusetzen, insbesondere mit der Frage, welche Bedeutung diese Begriffspaare für die Ermittlung des Geldwertes von Geldsummenschulden grenzüberschreitender Verträge haben. Dieser Aspekt steht aus der Sicht des Geld- und Währungsrechts ebenso wie aus wirtschaftlicher Sicht im Vordergrund.

Auch für das Völkerrecht weist das Urteil interessante Gesichtspunkte auf, wird doch in ihm äußerst konzis zu der Frage Stellung bezogen, welche Auslegungsmaxime für völkerrechtliche Verträge gegenwärtig Geltung beanspruchen können.

DIE WÄHRUNGSKLAUSEL ALS INTERPRETATIONS-  
PROBLEM

Von HUGO J. HAHN, Würzburg, und  
WILFRIED BRAUN, Hachenburg/Westerwald\*

I. Vorbemerkung

Aus der fast zehnjährigen Verfassungsdauer und dem mit überaus knapper Mehrheit verkündeten Urteil, das den Antrag der fünf klagenden Staaten<sup>1</sup> als unbegründet zurückwies,

---

\* Hugo J. Hahn war bei dem hier behandelten Verfahren für den abschließenden Schriftsatz (Duplik) der deutschen Seite verantwortlich und trug neben F.A.Mann (London) in der mehrwöchigen mündlichen Verhandlung im März 1979 das Plädoyer für die deutsche Bundesregierung vor. Soweit der folgende Beitrag Sachstand und Rechtsfragen kommentiert, gibt er die persönliche Ansicht der Autoren wieder.

Abgekürzt werden zitiert: Wilfried Braun, Monetärrechtliche Probleme vertraglicher Geldwertsicherung (Diss. Würzburg 1979), inzwischen veröffentlicht unter dem Titel "Vertragliche Geldwertsicherung im grenzüberschreitenden Wirtschaftsverkehr" (1982) (Studien aus dem Institut für Internationales Recht der Universität Kiel, 9); Hahn, Aufwertung und Abwertung im internationalen Recht, in: BerDGesVölkR 20 (1980) 1-85; Hilf, Die Auslegung mehrsprachiger Verträge (1973); Horn, Das Recht der internationalen Anleihen (1972); F.A.Mann, The Legal Aspect of Money<sup>4</sup> (1982); Nussbaum, Money in the Law - National and International<sup>2</sup> (1950); Rousseau, Droit international public I (1970); Seidl-Hohenveldern, Zum Urteil des Schiedsgerichtshofes für das Abkommen über deutsche Auslandsschulden zur Young-Anleihe: German YB.Int.L. 23 (1980) 401-413.

<sup>1</sup> Offenbar herrschte über die Berechtigung des klägerischen Anliegens selbst auf der Gläubigerseite keine Einigkeit, denn es waren nur fünf Gläubigerstaaten am Prozeß beteiligt. Es fehlten insbesondere die Niederlande und Schweden, in deren Währungen gleichfalls je eine Tranche der Young-Anleihe aufgelegt worden war.

läßt sich ersehen, welche schwierige und nachhaltig umstrittene Rechtsfragen der nunmehr entschiedene Streitfall aufwarf, die wegen ihrer Bedeutung eine ausführliche Kommentierung rechtfertigen. Nicht alle diese Streitfragen sind gelöst worden. So räumt das Urteil keineswegs die Meinungsverschiedenheit der Prozeßparteien über die Reichweite des Schutzbereichs der 5%-Klausel endgültig beiseite, da die Auswirkungen der noch nicht im Verfahren berücksichtigten währungspolitischen Umwälzungen der siebziger Jahre, für die der schrittweise Zusammenbruch des Paritätensystems von Bretton Woods kennzeichnend ist, eine Fülle besonders schwieriger offener rechtlicher Probleme in sich bergen. Immerhin hat das Urteil aber auch insoweit einen Orientierungspunkt gesetzt, den die Prozeßparteien bei etwaigen künftigen Verhandlungen über die Ausgestaltung der Wertsicherung der 5%-Klausel für die siebziger Jahre zu berücksichtigen haben werden.

Bevor sich der Schiedsgerichtshof mit den beiden zentralen Sachfragen auseinandersetzen konnte, hatte er sich mit seiner Entscheidungskompetenz zu befassen, die in der mündlichen Verhandlung von F.A.Mann, Prozeßbeistand des Schuldnerstaates, mit der Begründung in Zweifel gezogen wurde, daß die völkerrechtliche Verpflichtung der Bundesregierung nach der Übernahme des Wortlauts der 5%-Klausel in die privatrechtlichen Anleihebedingungen nicht mehr bestehe<sup>2</sup>. Die These

---

<sup>2</sup> Dem Schiedsgerichtshof werde daher keine richterliche Entscheidung abverlangt, wie sie Art. 28 LSchA, der die sachliche Zuständigkeit des Schiedsgerichtshofs festlegt, voraussetze, sondern nur eine akademische Antwort. Daher bleibe lediglich noch eine den Regeln des internationalen Privatrechts unterliegende Verpflichtung zwischen Anleihegläubigern und Anleiheschuldnerin übrig. Für hieraus entstehende Streitigkeiten seien aber gemäß Art. 17 LSchA die deutschen Gerichte zuständig. Eine Entscheidung des Schiedsgerichtshofs entfalte somit mangels Kompetenz keine Rechtskraftwirkung zwischen den Parteien und könne auch die nationalen Gerichte nicht binden.

Die aufgeworfene Frage wäre neben der richterlichen Sachkompetenz vor allem für die Deutung der Währungsgarantie von erheblicher rechtlicher Relevanz. Als lediglich zivilrechtliche Abrede müßte die Geldwertsicherungsklausel nach insoweit allgemeinen, international weitgehend übereinstimmenden wertpapierrechtlichen Rechtsgrundsätzen primär nach dem Text der Schuldverschreibung ausgelegt werden. Falls