

PUBLICATIONS DE LA COUR PERMANENTE DE JUSTICE  
INTERNATIONALE

---

*SÉRIE A — Nos 20/21*

---

RECUEIL DES ARRÊTS

---

AFFAIRE CONCERNANT LE PAIEMENT DE  
DIVERS EMPRUNTS SERBES ÉMIS EN FRANCE

AFFAIRE RELATIVE AU PAIEMENT, EN OR,  
DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX BRÉSILIENS  
ÉMIS EN FRANCE

---

---

PUBLICATIONS OF THE PERMANENT COURT  
OF INTERNATIONAL JUSTICE.

---

*SERIES A.—Nos. 20/21*

---

COLLECTION OF JUDGMENTS

---

CASE CONCERNING THE PAYMENT OF VARIOUS  
SERBIAN LOANS ISSUED IN FRANCE

CASE CONCERNING THE PAYMENT IN GOLD  
OF THE BRAZILIAN FEDERAL LOANS  
ISSUED IN FRANCE

LEYDE  
SOCIÉTÉ D'ÉDITIONS  
A. W. SIJTHOFF  
1929



LEYDEN  
A. W. SIJTHOFF'S  
PUBLISHING COMPANY  
1929

COUR PERMANENTE DE JUSTICE INTERNATIONALE

---

SEIZIÈME SESSION (EXTRAORDINAIRE)

1929.

Le 12 juillet.  
Séance E. c. XVIII.  
Rôle XVI. 4.

*Présents :*

MM. ANZILOTTI, <i>Président,</i>	
HUBER, <i>Vice-Président,</i>	
LODER,	}
DE BUSTAMANTE,	
ALTAMIRA,	
ODA,	
PESSÔA,	
HUGHES,	}
BEICHMANN,	
NEGULESCO,	}
FROMAGEOT,	
NOVACOVITCH,	

---

ARRÊT N° 14

---

AFFAIRE CONCERNANT LE PAIEMENT DE DIVERS EMPRUNTS  
SERBES ÉMIS EN FRANCE

Entre le Gouvernement de la République française, représenté par M. Basdevant, juriste adjoint du ministère des Affaires étrangères de France,

et le Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, représenté par M. Spassoïévitch, professeur à l'Université de Belgrade.

LA COUR,  
composée ainsi qu'il est dit ci-dessus,

PERMANENT COURT OF INTERNATIONAL JUSTICE.

---

SIXTEENTH (EXTRAORDINARY) SESSION.

1929.  
July 12th.  
File E. c. XVI  
Docket XVI.

*Before :*

MM. ANZILOTTI, *President*,  
HUBER, *Vice-President*,  
LODER,  
DE BUSTAMANTE,  
ALTAMIRA,  
ODA,  
PESSÔA,  
HUGHES,  
BEICHMANN,  
NEGULESCO,  
FROMAGEOT,  
NOVACOVITCH,

} *Judges*,  
}  
} *Deputy-Judges*,  
}  
} *Judges ad hoc*.

---

JUDGMENT No. 14.

---

CASE CONCERNING THE PAYMENT OF VARIOUS SERBIAN  
LOANS ISSUED IN FRANCE.

The Government of the French Republic, represented by  
M. Basdevant, Assistant Legal Adviser of the French Ministry  
for Foreign Affairs,

*versus*

The Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and  
Slovenes, represented by M. Spassoïévitch, Professor at the  
University of Belgrade.

THE COURT,  
composed as above,

après avoir entendu les Parties en leurs observations et conclusions,

a rendu l'arrêt suivant :

Par un compromis, conclu à Paris, le 19 avril 1928, entre les Gouvernements de la République française et du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, dûment ratifié par l'une et l'autre Partie le 16 mai 1928 et déposé au Greffe de la Cour, conformément à l'article 40 du Statut et à l'article 35 du Règlement, par lettres datées du 24 mai 1928 et signées respectivement par le ministre de France à La Haye et par le ministre de l'État serbe-croate-slovène à Londres (également accrédité à La Haye), lesdits Gouvernements ont soumis à la Cour permanente de Justice internationale la contestation qui s'est élevée entre le Gouvernement des Serbes, Croates et Slovènes et les porteurs français des emprunts serbes 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909, 5 % 1913, ainsi que des obligations foncières 4½ % 1910, des obligations communales 4½ % 1911 (*Ouprava Fondova*) et des lots de la Croix-Rouge serbe, à l'effet de savoir sur quelles bases monétaires le service financier de ces emprunts doit être effectué.

La lettre du ministre de l'État serbe-croate-slovène ne parvint au Greffe que le 4 juin 1928 ; mais, l'article III du compromis disposant que ledit compromis sera, dès l'échange des ratifications, porté devant la Cour par voie de notification adressée au Greffe par l'une ou l'autre des Parties, c'est à la date du 24 mai, date à laquelle est parvenue la lettre du ministre de France à La Haye, que la Cour a été saisie.

Aux termes du compromis, il incombe à la Cour de statuer sur les questions suivantes :

« a) Si, selon l'avis du Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, celui-ci a le droit d'effectuer en francs-papier français le service de ses emprunts 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909, 5 % 1913, ainsi qu'il l'a fait jusqu'à présent ;

b) ou, au contraire, si le Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, selon l'avis des porteurs

having heard the observations and conclusions of the Parties, delivers the following judgment :

The Governments of the French Republic and of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes have submitted to the Permanent Court of International Justice, by means of a Special Agreement concluded at Paris on April 19th, 1928, between the aforesaid Governments, duly ratified by both Parties on May 16th, 1928, and filed with the Registry of the Court, in accordance with Article 40 of the Statute and Article 35 of the Rules of Court, by letters dated May 24th, 1928, signed by the French Minister at The Hague and by the Minister of the Serb-Croat-Slovene State in London (also accredited to The Hague) respectively, the dispute which has arisen between the Serb-Croat-Slovene Government and the French holders of the Serbian 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 and 5 % 1913 loans and also of the 4½ % land bonds (*obligations foncières*) of 1910 and of the 4½ % communal bonds of 1911 (*Ouprava Fondova*) and of the shares of the Serbian Red Cross Society, with regard to the question upon what monetary bases payment of the principal and interest of these loans should be effected.

The letter of the Minister of the Serb-Croat-Slovene State reached the Registry only on June 4th, 1928 ; but, in view of the fact that Article III of the Special Agreement provides that the latter may, as soon as ratifications have been exchanged, be submitted to the Court by means of a notification addressed to the Registry by either Party, the Court was duly made cognizant of the case on May 24th, the date on which the letter of the French Minister at The Hague was received.

According to the terms of the Special Agreement, the Court is asked to decide the following questions :

“(a) Whether, as held by the Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes, the latter is entitled to effect in paper francs the service of its 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 and 5 % 1913 loans, as it has hitherto done ;

(b) or whether, on the contrary, the Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes, as held

français, a l'obligation de payer en or ou en monnaies étrangères et sur les places indiquées ci-après, le montant des titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir, ainsi que des coupons échus mais impayés, et de ceux à échoir des emprunts serbes ci-dessus énumérés et notamment :

1° En ce qui concerne l'emprunt serbe 4 % 1895, si les porteurs de titres de cet emprunt ont, quelle que soit leur nationalité, le droit d'obtenir, à leur libre choix, le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés, et de ceux à échoir, ainsi que de leurs titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir, à Paris, Londres, Berlin, Vienne, Genève et Belgrade, dans la monnaie ayant cours sur l'une de ces places ;

2° En ce qui concerne les emprunts 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909, 5 % 1913, et, complémentirement en ce qui concerne l'emprunt ci-dessus 4 % 1895, si les porteurs de ces titres ont le droit d'obtenir le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés et de ceux à échoir, ainsi que de leurs titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir, en francs-or sur les places de Belgrade, Paris, Bruxelles, Genève, ou à la contre-valeur dudit montant au change du jour dans la monnaie locale à Berlin, Vienne et Amsterdam en ce qui concerne les emprunts 1902, 1906 et 1909 ;

3° Enfin, comment, pour les paiements ci-dessus, la valeur du franc-or sera déterminée entre les Parties.»

Il y a lieu de relever qu'aucune question n'est posée à la Cour quant aux obligations foncières 4½ % 1910, aux obligations communales 4½ % 1911, ni aux « lots de la Croix-Rouge serbe ».

Donnant suite aux propositions faites d'un commun accord dans l'article IV du compromis, conformément aux dispositions de l'article 32 du Règlement, le Président, vu ledit article, ainsi que l'article 48 du Statut et les articles 33 et 39 du

by the French bondholders, is under an obligation to pay in gold or in foreign currencies and at the places indicated hereinafter, the amount of the bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn, as also of coupons due for payment but not paid, and of those subsequently falling due for payment of the Serbian loans enumerated above, and in particular :

1° With regard to the Serbian 4 % loan of 1895, whether holders of bonds of this loan are entitled, whatever their nationality may be, to obtain, at their free choice, payment of the nominal amount of their coupons due for payment but not paid and of those subsequently falling due for payment, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn, at Paris, London, Berlin, Vienna, Geneva and Belgrade, in the currency in circulation at one of these places ;

2° With regard to the 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 and 5 % 1913 loans and, subsidiarily with regard to the above-mentioned 4 % loan of 1895, whether holders of these bonds are entitled to obtain payment of the nominal amount of their coupons due for payment but not paid and of those subsequently falling due, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn, in gold francs at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, or at the equivalent value of the said amount at the exchange rate of the day in the local currency at Berlin, Vienna and Amsterdam, in so far as concerns the 1902, 1906 and 1909 loans ;

3° Lastly, how the value of the gold franc is to be determined as between the Parties for the above-mentioned payments."

It is to be noted that no question is put to the Court respecting the 4½ % land bonds of 1910, the 4½ % communal bonds of 1911, or the "shares of the Serbian Red Cross Society".

Conforming to the proposals jointly made in Article IV of the Special Agreement, in accordance with Article 32 of the Rules of Court, the President, having regard to that article, as also to Article 48 of the Statute and Articles 33 and 39

Règlement, fixa, par ordonnance du 26 mai 1928, aux 25 juillet et 25 septembre 1928 les délais accordés à chacune des Parties pour le dépôt de leurs Mémoires, formulant leurs conclusions, et de leurs Contre-Mémoires en réponse, formulant, le cas échéant, leurs conclusions complémentaires ; par la même ordonnance, le Président, tout en constatant que les Parties devaient être considérées comme étant d'accord, aux termes de l'article 39, alinéa premier, du Règlement, pour renoncer à la présentation de Répliques, réservait la faculté pour la Cour, si elle le jugeait utile, de les inviter à en présenter une, dans un délai à fixer ultérieurement. Il n'a pas été fait usage de cette faculté.

Les Mémoires et Contre-Mémoires furent dûment déposés au Greffe dans les délais fixés et firent l'objet des communications prévues à l'article 43 du Statut.

Au cours des audiences tenues les 15, 16, 17, 18, 22, 23 et 24 mai 1929, la Cour a entendu, en leurs plaidoiries, réplique et duplique, les agents des Parties, indiqués ci-dessus, ainsi que, pour le Gouvernement français, M<sup>e</sup> Albert Montel, avocat à la Cour d'appel de Paris, et, pour le Gouvernement serbe-croate-slovène, M<sup>e</sup> Albert Devèze, avocat près la Cour d'appel de Bruxelles.

A l'appui de leurs exposés respectifs, les Parties ont soumis à la Cour, soit en annexe aux pièces de la procédure écrite, soit à l'audience, des documents dont le bordereau est reproduit en annexe<sup>1</sup>.

Aux termes de l'article IV du compromis, les Mémoires des Parties devaient contenir leurs conclusions, tandis que les Contre-Mémoires devaient, s'il y avait lieu, formuler leurs conclusions complémentaires.

Les conclusions du Gouvernement français, telles qu'elles se trouvent formulées dans son Mémoire, sont ainsi conçues :

« Dire et juger :

1° En ce qui concerne l'emprunt serbe 4 % 1895, que les porteurs de titres de cet emprunt ont, quelle que soit leur nationalité, le droit d'obtenir, à leur libre choix, le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés et

<sup>1</sup> Voir p. 85.



of the Rules, made an order on May 26th, 1928, fixing July 25th and September 25th, 1928, as the dates for the expiration of the times allowed to each of the Parties for the filing of their Cases, formulating their submissions, and of their Counter-Cases in reply, setting out also, if necessary, any additional submissions; in the same order, the President, whilst recording that the Parties were to be held to have agreed, in accordance with Article 39, paragraph 1, of the Rules, to waive the right to submit Replies, reserved the right of the Court to call upon them, should it see fit, to submit Replies within a time subsequently to be fixed. The Court has not made use of this right.

The Cases and Counter-Cases were duly filed with the Registry by the dates fixed and were communicated to those concerned as provided in Article 43 of the Statute.

In the course of public sittings held on May 15th, 16th, 17th, 18th, 22nd, 23rd and 24th, 1929, the Court has heard the oral pleadings, reply and rejoinder, presented by the above-mentioned Agents for the Parties, as also by M<sup>e</sup> Albert Montel, Counsel before the Court of Appeal of Paris, on behalf of the French Government, and by M<sup>e</sup> Albert Devèze, Counsel before the Court of Appeal of Brussels, on behalf of the Serb-Croat-Slovene Government.

In support of their respective statements, the Parties have submitted to the Court, either as annexes to the documents of the written proceedings or during the hearing, the documents a list of which is given in the annex to this judgment<sup>1</sup>.

Under Article IV of the Special Agreement, the Parties' Cases were to contain their submissions, whilst the Counter-Cases were, if necessary, to set out any additional submissions.

The submissions of the French Government as formulated in its Case are as follows:

It is submitted that:

“(1) With regard to the Serbian 4 % 1895 loan, the holders of the bonds of this loan, whatever their nationality may be, are entitled to obtain, at their free choice, payment of the nominal amount of their coupons, due for payment but not

<sup>1</sup> See p. 85.

de ceux à échoir ainsi que de leurs titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir, à Paris, Londres, Berlin, Vienne, Genève et Belgrade dans la monnaie ayant cours sur l'une de ces places ;

2° En ce qui concerne les emprunts 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909, 5 % 1913, que les porteurs des titres de ces emprunts ont le droit d'obtenir le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés et de ceux à échoir ainsi que de leurs titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir, en francs-or, sur les places de Belgrade, Paris, Bruxelles, Genève, ou à la contre-valeur dudit montant au change du jour dans la monnaie locale à Berlin, Vienne et Amsterdam en ce qui concerne les emprunts 1902, 1906 et 1909 ;

3° Que pour les paiements ci-dessus à effectuer en francs-or à la parité de l'or, la valeur du franc-or sera celle d'un poids d'or correspondant à la vingtième partie d'une pièce d'or pesant 6 gr. 45161 au titre de 900/1000 d'or fin. »

De son côté, le Gouvernement serbe-croate-slovène conclut dans son Mémoire comme suit :

« .... plaise à la Cour dire pour droit que la thèse française est sans fondement et qu'en assurant en francs français le service des emprunts litigieux, l'État serbe satisfait pleinement à ses obligations ;

En conséquence, débouter l'État français des fins de son action. »

Cette conclusion est introduite par une série de considérants qui résument la thèse serbe sur les divers points faisant l'objet des débats ; les considérants sont précédés d'un préambule dont il convient de reproduire les termes :

« Attendu que l'action mue par l'État français pour compte des porteurs de titres des emprunts serbes de 1895, 1902, 1906, 1909 et 1913, tend à faire dire pour droit que le service desdits emprunts doit être effectué en or ;

Que l'État serbe conclut sous réserve expresse de tous droits qui peuvent lui appartenir, tant à raison de la prescription de certains droits des porteurs qu'à raison des dispositions du traité de paix relatives aux biens de sujets ex-ennemis.... »

D'autre part, le Gouvernement français n'a pas fait usage du droit que lui conférait le compromis de présenter dans son

paid, and of those subsequently falling due, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn at Paris, London, Berlin, Vienna, Geneva and Belgrade in the currency in circulation at one of these places;

(2) With regard to the 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 and 5 % 1913 loans, the holders of bonds of these loans are entitled to obtain payment of the nominal amount of their coupons, due for payment but not paid, and of those subsequently falling due, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn, in gold francs, at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, or at the equivalent value of the said amount at the exchange rate of the day in the local currency at Berlin, Vienna and Amsterdam, in so far as concerns the 1902, 1906 and 1909 loans;

(3) For the purpose of the above payments which are to be made in gold francs at gold parity, the value of the gold franc is that of a weight of gold corresponding to one twentieth part of a piece of gold weighing 6 gr. 45161 900/1000 fine."

For its part, the Serb-Croat-Slovene Government, in its Case, submits:

"... that the French Government's claims are unfounded and that the Serb-Croat-Slovene State, in paying the principal and interest of the loans in dispute in French francs, is carrying out its obligations to the full;

And consequently that the claim of the French State should be dismissed."

This submission is preceded by an enumeration of grounds on which it is based and summarizing the Serbian standpoint in regard to the various points forming the subject of argument; these grounds are headed by a preamble, the terms of which should be set out:

"Whereas the purpose of the action brought by the French State on behalf of the holders of bonds of the Serbian 1895, 1902, 1906, 1909 and 1913 loans, is to obtain judgment to the effect that the service of these loans should be effected in gold;

And whereas the Serbian State in its submissions expressly reserves all rights which may belong to it either by reason of the forfeiture of certain rights by the bondholders, or under the provisions of the Peace Treaty regarding the property of ex-enemy subjects...."

The French Government has not availed itself of the right accorded by the Special Agreement to formulate additional

Contre-Mémoire des conclusions complémentaires ; il s'est, en effet, contenté de reproduire textuellement dans ce document les conclusions du Mémoire, qu'il a cependant fait précéder, comme le Mémoire serbe-croate-slovène, d'une série de considérants résumant sa manière de voir sur les divers points litigieux.

De même, le Gouvernement de l'État serbe-croate-slovène n'a pas exercé son droit de soumettre dans son Contre-Mémoire des conclusions complémentaires ; il s'est borné à déclarer « persister dans les conclusions présentées » dans son « premier Mémoire ».

Au sujet de l'article premier, lettre *b*), n° 2, du compromis, passage dont le libellé se trouve presque textuellement reproduit dans les conclusions du Gouvernement français, il a été porté à la connaissance de la Cour, par l'agent de ce Gouvernement, en réponse à une question que la Cour avait posée aux deux Parties, que les mots « et Amsterdam en ce qui concerne les emprunts 1902, 1906 et 1909 », lesquels, dans une rédaction préliminaire du compromis, avaient été mis entre parenthèses, devaient être lus de la manière suivante : tandis que, pour les porteurs des titres des quatre emprunts 1902, 1906, 1909 et 1913, il s'agit d'un droit éventuel à obtenir à Berlin et à Vienne seulement le paiement de la contre-valeur au change du jour dans la monnaie locale du montant nominal en francs-or de leurs coupons et titres, il est question pour les porteurs des titres des seuls emprunts 1902, 1906 et 1909, d'un droit analogue à Amsterdam également.

L'agent du Gouvernement de l'État serbe-croate-slovène n'a soulevé aucune objection contre l'explication ainsi fournie, laquelle se trouve, d'ailleurs, confirmée par le libellé des différents titres.

#### POINT DE FAIT.

D'après les documents et renseignements que les Parties ont présentés à la Cour, l'origine du différend dont celle-ci se trouve saisie est la suivante :

submissions in its Counter-Case; it has simply contented itself with reproducing in that document word for word the submissions made in the Case, but, like the Serb-Croat-Slovene Case, it has preceded them by an enumeration of grounds summarizing its standpoint in regard to the various points in dispute.

Similarly, the Serb-Croat-Slovene Government has not made use of its right to formulate additional submissions in its Counter-Case, and has confined itself to stating that it "maintains the submissions set out" in its "first Case".

With regard to Article I (*b*), No. 2, of the Special Agreement, a passage which is reproduced almost word for word in the submissions of the French Government, the Court has been informed by that Government's Agent, in reply to a question put by the Court to the two Parties, that the words "and Amsterdam in so far as concerns the 1902, 1906 and 1909 loans", which in a preliminary draft of the Special Agreement were enclosed in brackets, should be read to mean: whereas, in the case of the holders of bonds of the four loans of 1902, 1906, 1909 and 1913, the question is one of the existence of a right to obtain at Berlin and at Vienna only payment of the corresponding value at the exchange rate of the day in the local currency of the nominal amount in gold francs of their coupons and bonds, in the case of holders of bonds of the 1902, 1906 and 1909 loans, there is also the question of the existence of a similar right at Amsterdam.

The Agent for the Serb-Croat-Slovene Government has not disputed the explanation thus given, which is, moreover, confirmed by the wording of the various bonds.

#### THE FACTS.

According to the documents and information submitted to the Court by the Parties, the origin of the controversy now before the Court is as follows:

## I.

I. — Lors d'une conférence tenue le 20 juin 1895, à Carlsbad, entre le ministre des Finances serbe, des représentants de la Banque nationale serbe et des représentants de trois autres banques, le ministre expliqua que le Gouvernement serbe avait décidé « de convertir les emprunts 5 % existants en un emprunt unifié 4 %, lequel serait à amortir en 72 ans, de maintenir en faveur de ce nouvel emprunt de conversion les garanties affectées aux emprunts existants ; par contre, de créer par loi, pour la gestion de ces garanties, une Administration des Monopoles tout à fait indépendante des événements politiques, pour que les garanties destinées à l'emprunt de conversion soient administrées indépendamment, et d'utiliser indépendamment les revenus qu'elle aurait à recevoir pour le paiement de l'intérêt et l'amortissement de l'emprunt de conversion ». Sur quoi, les représentants des banques exprimèrent l'avis que les propositions de S. Exc. le ministre des Finances sont de nature à consolider considérablement la confiance dans le crédit de la Serbie et à dédommager les créanciers de la Serbie de la réduction du taux d'intérêt par suite de l'échange des titres 5 % existants en obligations 4 % ». Il fut entendu, en conséquence, que le Gouvernement serbe soumettrait à la Skoupchtina un projet de loi qui contiendrait certaines dispositions au sujet desquelles la Conférence se mit d'accord.

La loi dont il s'agit fut effectivement promulguée le 8/20 juillet 1895. Elle autorisa un « nouvel emprunt unifié » du montant nominal de 355.292.000 dinars (francs) ; il fut divisé en 710.584 obligations, dont les titres — qui seront analysés ci-après — furent signés à Belgrade le 1<sup>er</sup>/13 août 1895. L'émission se fit dès 1895 sur diverses places, autres que Londres, sous réserve d'une somme de 73.460.000 francs qui restait entre les mains du Gouvernement serbe.

D'après une circulaire du Comptoir national d'Escompte de Paris du 28 août 1895, il s'agissait plutôt d'un échange de titres — conformément d'ailleurs au caractère d'emprunt de conversion que revêtait l'emprunt de 1895 —, échange qui pouvait être demandé jusqu'au 24 septembre 1895. La Cour

## I.

I.—At a conference held on June 20th, 1895, at Carlsbad, between the Serbian Minister of Finance, representatives of the Serbian National Bank and representatives of three other banks, the Minister explained that the Serbian Government had decided “to convert the existing 5% loans into a consolidated 4% loan to be redeemed in 72 years, to maintain for the benefit of this new conversion loan the securities appropriated to the existing loans; further, to create by law, for the control of these securities, an Administration of Monopolies entirely independent of political occurrences, in order that the securities appropriated to the conversion loan should be administered independently, and to utilize independently the revenues which it receives for the payment of interest and for the redemption of the conversion loan”. Thereupon the representatives of the banks expressed the “opinion that the proposals of H.E. the Minister of Finance were calculated considerably to increase confidence in Serbia’s credit and to compensate Serbia’s creditors for the reduction of the rate of interest resulting from the exchange of the existing 5% stock for 4% bonds”. It was accordingly agreed that the Serbian Government should submit to the Skupshtina a bill containing certain provisions agreed upon by the Conference.

The law in question was in effect promulgated on July 8th/20th, 1895. It authorized a “new consolidated loan” of a nominal capital of 355,292,000 dinars (francs); it was divided into 710,584 bonds, the certificates of which—which are analysed hereinafter—were signed at Belgrade on August 1st/13th, 1895. The loan was issued in the same year at various places other than London, with the exception of an amount of 73,460,000 francs which remained in the hands of the Serbian Government.

According to a circular of the *Comptoir national d'Es-compte* of Paris dated August 28th, 1895, it was more a question of an exchange of certificates—this moreover was in accordance with the character of the 1895 loan as a conversion loan—, and this exchange could be demanded until

ne possède pas de prospectus proprement dit, mais seulement une « première notice répandue en France en mai 1896 », ainsi qu'une « notice sur la rente serbe 4 % unifiée 1895 », sans mention de date, mais qui aurait été publiée en octobre 1902, document dont le Gouvernement serbe conteste cependant l'authenticité.

Par un contrat fait à Paris le 3/15 avril 1896, le Gouvernement serbe céda à un groupe de banques « la somme nominale de 70.460.000 francs » de l'emprunt 4 % amortissable de 1895 ; une partie de la somme ainsi cédée fit l'objet d'une convention, conclue à Paris le 27 juin/9 juillet 1897, relative à l'émission à Londres de 1.000.000 de livres sterling (25 millions de dinars). Le prospectus relatif à cette tranche, daté du 23 juillet 1897, porte que la souscription devait avoir lieu à Londres le jour du 27 juillet 1897.

II. — Le 26 juillet/8 août 1902, une loi serbe fut promulguée, autorisant le Gouvernement à émettre un emprunt d'un montant nominal de « 60 millions de francs en or », et ayant pour but d'éteindre une certaine partie de la dette flottante. En vue de la réalisation de cet emprunt, le Gouvernement serbe conclut, à Paris, le 23 août/5 septembre 1902, avec un groupe de banques, un contrat aux termes duquel le Gouvernement devait tenir à la disposition des banques, à certaines conditions déterminées, les titres à créer, au nombre de 120.000. Les titres furent signés à Belgrade le même jour ; ils seront analysés ci-après. Le prospectus, qui porte la date du 12 février 1903, indique que la souscription sera ouverte à Paris pendant la journée du 26 février 1903.

III. — Une loi serbe promulguée le 14/27 décembre 1906 autorisa le Gouvernement serbe à contracter un emprunt « d'une somme nominale de 95 millions de francs en or », destiné à la construction de voies ferrées et à l'acquisition de matériel de guerre. Dès le 12 novembre 1906, cependant, avait été conclu, à Genève, un contrat entre le Gouvernement serbe et un groupe de banques, contrat dont le but était la réalisation de l'emprunt visé par la loi du 14/27 décembre, à laquelle il se réfère expressément. Aux termes du



September 24th, 1895. The Court has before it no prospectus properly so called, but merely a "first notice distributed in France in May 1896", as also a "notice concerning the Serbian 4% consolidated 1895 funds", which mentions no date but is said to have been published in October 1902, the authenticity of which however is disputed by the Serbian Government.

Under a contract concluded at Paris on April 3rd/15th, 1896, the Serbian Government made over to a group of banks "the nominal sum of 70,460,000 francs" of the 4% redeemable loan of 1895; a portion of the amount thus made over was made the subject of an agreement concluded at Paris on June 27th/July 9th, 1897, with regard to the issue in London of £1,000,000 sterling (25 million dinars). The prospectus relating to this section, dated July 23rd, 1897, states that subscription would take place in London on July 27th, 1897.

II.—On July 26th/August 8th, 1902, a Serbian law was promulgated authorizing the Government to issue a loan of a nominal amount of "60 million francs in gold", and designed to liquidate a part of the floating debt. With a view to the issue of this loan, the Serbian Government concluded at Paris on August 23rd/September 5th, 1902, with a group of banks, a contract under which the Government was to hold at the disposal of the banks, on certain specified conditions, the bonds to be issued to the number of 120,000. The bonds were signed at Belgrade on the same day; they will be analysed hereinafter. The prospectus, which is dated February 12th, 1903, indicates that the subscription list will be open at Paris during the day of February 26th, 1903.

III.—A Serbian law promulgated on December 14th/27th, 1906, authorized the Serbian Government to contract a loan "of a nominal amount of 95 million francs in gold", destined for the construction of railways and the acquisition of war material. As early as November 12th, 1906, however, a contract had been concluded at Geneva between the Serbian Government and a group of banks, the object of which was the issue of the loan contemplated by the law of December 14th/27th, to which it expressly refers. Under

contrat, le Gouvernement serbe devait tenir à la disposition des banques les titres à créer, au nombre de 190.000, « à partir de la signature du contrat ». Les titres, qui seront analysés plus loin, furent signés à Belgrade le 14/27 décembre 1906, c'est-à-dire le jour de la promulgation de la loi d'autorisation. D'après le prospectus, qui porte la date du 23 janvier 1907, la souscription devait être ouverte à Paris pendant la journée du 9 février 1907.

IV. — Le 9 octobre 1909, un contrat fut passé à Paris entre le Gouvernement serbe et un groupe de banques concernant l'émission d'un « emprunt de 150 millions de francs-or », que le Gouvernement avait « l'intention de demander à la Skoupchtina l'autorisation de contracter » ; le Gouvernement s'engageait à remettre aux banques les titres à créer, « à partir du vote et de la promulgation de la loi » ; des titres, au nombre de 300.000, devaient être émis pour 75 % en France et pour 25 % en Allemagne ; le contenu desdits titres sera analysé ci-après. Le 15/28 décembre 1909, fut effectivement promulguée une loi serbe approuvant « le contrat du 27 octobre/9 novembre 1909 » concernant l'emprunt « de 150.000.000 de francs destiné à la construction de voies ferrées et à l'achèvement de l'armement ». Les titres furent signés le même jour à Belgrade, et, d'après le prospectus du 5 février 1910, relatif à l'émission en France de 225.000 obligations, les demandes de souscription devaient être reçues à Paris, à partir du 19 février 1910 ; d'autre part, le prospectus relatif à la tranche allemande (de 75.000 titres), daté « en février 1910 », porte que la souscription aura lieu à Berlin, Francfort-sur-le-Mein et Hambourg le 26 février 1910.

V. — Enfin, un contrat signé à Belgrade le 26 août/8 septembre 1913, entre le Gouvernement serbe et le groupe de banques, réglait les conditions de l'émission par ces dernières d'un emprunt que le Gouvernement avait « l'intention de demander à la Skoupchtina l'autorisation de contracter ». L'emprunt devait être de 250.000.000 de francs et divisé en deux tranches égales, l'une destinée à la liquidation des dépenses résultant des guerres de 1912 et 1913, et l'autre aux dépenses

the contract, the Serbian Government was to hold at the disposal of the banks the bonds to be created to the number of 190,000 "as from the signature of the contract". The bonds, which will be analysed hereinafter, were signed at Belgrade on December 14th/27th, 1906, that is to say, on the day on which the law authorizing the loan was promulgated. According to the prospectus, which is dated January 23rd, 1907, the subscription list was to be open at Paris on February 9th, 1907.

IV.—On October 9th, 1909, a contract was concluded at Paris between the Serbian Government and a group of banks concerning the issue of a "loan of 150 millions of gold francs which the Government intended to ask the Skupshtina for authority to contract"; the Government undertook to hand over to the banks the bonds to be issued "as from the date of the passing and promulgation of the law"; bonds to the number of 300,000 were to be issued 75% in France and 25% in Germany; the contents of these bonds will be analysed hereinafter. On December 15th/28th, 1909, a Serbian law was in effect promulgated approving "the contract of October 27th/November 9th, 1909," concerning the loan "of 150,000,000 francs intended for the construction of railways and the completion of the stock of war material". The bond certificates were signed the same day at Belgrade, and, according to the prospectus of February 5th, 1910, concerning the issue in France of 225,000 bonds, applications for allotments were to be received at Paris, on and after February 19th, 1910; on the other hand, the prospectus concerning the German issue (75,000 bonds), dated "February 1910", states that subscription would take place at Berlin, Frankfurt-on-the-Main and Hamburg, on February 26th, 1910.

V.—Lastly, a contract signed at Belgrade on August 26th/September 8th, 1913, between the Serbian Government and the group of banks fixed the conditions for the issue by the latter of a loan which the Government "intended to ask the Skupshtina for authority to contract". The loan was to be of 250,000,000 francs and divided into two equal parts, one devoted to payment of the expenditure resulting from the wars of 1912 and 1913, and the other to expenditure in

afférentes aux besoins des administrations publiques et au développement économique du Royaume, notamment des nouveaux territoires. Les titres, au nombre total de 500.000, devaient être tenus à la disposition des banques à partir du vote et de la promulgation de la loi autorisant l'emprunt. Cette loi, qui fut effectivement promulguée le 18/31 octobre 1913, porte approbation du contrat du 26 août/8 septembre 1913 relatif à l'emprunt « de 250.000.000 de francs-or pour la liquidation des dépenses urgentes contractées pendant la guerre et pour les besoins de l'État urgents ». Les titres, qui seront analysés ci-après, furent signés à Belgrade le même jour. Aux termes du prospectus, daté du 10 décembre 1913, la souscription, qui était ouverte à Paris, à Genève et à Belgrade, devait être close le 14 janvier 1914 au plus tard.

## 2.

Il n'a pas été contesté — et cela résulte des termes mêmes du compromis — que le service des cinq emprunts ait jusqu'ici été fait aux porteurs français en francs français valeur courante. Tel serait également le cas, depuis le mois de juillet 1920, pour les coupons des titres de l'emprunt 4 % 1895 appartenant à des porteurs français qui avaient, auparavant, été payés à Londres en monnaie anglaise. Le service a été fait de cette manière notamment pendant l'époque, au cours de la guerre 1914-1918, où il était assuré, soit par les soins du Gouvernement français, comme l'allègue le Gouvernement serbe-croate-slovène, soit au moyen de fonds avancés par les Gouvernements français et britannique. C'est à partir de 1924 ou 1925 que les porteurs ont commencé à refuser d'accepter le paiement de leurs coupons sur cette base et à formuler des protestations, alléguant que le service devait être fait sur la base de l'or.

Il est également constant que le produit des divers emprunts a été crédité au Gouvernement serbe en francs français valeur courante, et que lorsque ce Gouvernement, en 1913, a demandé des remises en espèces d'or, il a dû prendre à sa charge certaines dépenses de ce chef, dépenses dont le caractère est interprété différemment par les Parties.

connection with the requirements of the public services and the economic development of the Kingdom, and especially of the new territories. The bonds, to the total number of 500,000, were to be held at the disposal of the banks as from the date of the passing and promulgation of the law authorizing the loan. This law, which was actually promulgated on October 18th/31st, 1913, approved the contract of August 26th/September 8th, 1913, concerning the loan "of 250,000,000 gold francs for the payment of the urgent expenditure incurred during the war and for urgent needs of the State". The bonds, which will be analysed hereinafter, were signed at Belgrade the same day. According to the prospectus, dated December 10th, 1913, the subscription list, which was opened at Paris, Geneva and Belgrade, was to be closed on January 14th, 1914, at latest.

## 2.

It has not been denied—and this moreover appears from the actual terms of the Special Agreement—that the service of the five loans has hitherto been effected in respect of the French holders in French francs at their current value. This also appears to be the case, since July 1920, as regards coupons of the 4 % 1895 loan belonging to French holders who had previously been paid in London in English money. The service of the loan was conducted in this manner, in particular, during the period, in the course of the war of 1914-1918, when it was met, either by the French Government—as contended by the Serb-Croat-Slovene Government—or out of funds advanced by the French and British Governments. It was from 1924 or 1925 onwards that the holders began to refuse to accept payment of their coupons on this basis and to make protests, contending that the loan-service should be on a gold basis.

It is also common ground that the yield of the various loans was credited to the Serbian Government in French francs at the current value and that, when that Government, in 1913, asked for remittances in gold specie, it was obliged to accept responsibility for certain expenses in respect thereof, the character of which is differently construed by the Parties.

## 3.

Lorsque leur attention se fut attachée sur le point de savoir si le service des emprunts serbes devait se faire en francs valeur or ou en francs valeur courante, les porteurs français sollicitèrent l'intervention de leur Gouvernement. Au témoignage des agents des Parties devant la Cour, des négociations diplomatiques s'en sont suivies et la Cour a obtenu connaissance de certaines pièces afférentes à ces négociations, au cours desquelles « le Gouvernement de la République française a estimé que les porteurs français des emprunts considérés étaient fondés dans la prétention qu'ils émettaient, d'obtenir le paiement en monnaie d'or des arrérages et des obligations amorties de ces emprunts », tandis que « le Gouvernement serbe-croate-slovène, au contraire, s'estimait fondé à soutenir que ce paiement n'était dû qu'en monnaie française papier ».

C'est « ce différend » que, faute de pouvoir l'aplanir par la voie diplomatique, les deux Gouvernements ont, aux termes du préambule du compromis du 19 avril 1928, tenu à « soumettre .... à la Cour » ; il est vrai toutefois que dans son préambule ainsi que dans son article premier, cité ci-dessus, le compromis définit le différend en énonçant non les thèses respectives des deux Gouvernements, mais bien d'un côté celle du Gouvernement serbe-croate-slovène, et de l'autre celle des porteurs français ; la Cour reviendra sur ce point.

Selon le compromis, la décision de la Cour, tout en tranchant les questions formulées dans l'article premier, n'est cependant point destinée à régler définitivement la manière dont doit s'effectuer le service des emprunts. En effet, l'article II du compromis prescrit que, dans le délai d'un mois à dater du prononcé de l'arrêt, le Gouvernement serbe-croate-slovène et les représentants des porteurs engageront des négociations à l'effet de conclure un arrangement qui :

« 1° Au cas où la sentence de la Cour serait conforme aux vues du Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates, Slovènes, déterminerait si des considérations d'équité n'exigent pas que le Gouvernement du Royaume des Serbes,

## 3.

When their attention had been directed to the question whether the service of the Serbian loans should be effected in francs at gold value or in francs at the current value, the French bondholders requested their Government to intervene. According to the statements of the Parties' Agents before the Court, diplomatic negotiations followed and the Court has had before it certain documents relating to these negotiations, in the course of which "the Government of the French Republic held that the French holders of the loans in question were justified in the claim they were making to obtain payment in gold currency of arrears and of bonds of those loans drawn for redemption", whilst "the Serb-Croat-Slovene Government, on the other hand, held that it was right in maintaining that payment was due only in French paper money".

This is "the dispute" which, being unable to settle it by diplomacy, the two Governments have, according to the preamble of the Special Agreement of April 19th, 1928, decided to "submit to the Court"; it is true, however, that, in the preamble, as also in Article I above quoted, the Special Agreement defines the dispute by stating, not the respective contentions of the two Governments, but, on the one hand, that of the Serb-Croat-Slovene Government and, on the other, that of the French bondholders; the Court will revert to this point.

According to the Special Agreement, the Court's judgment, though deciding the questions formulated in Article I, is not however destined finally to settle the manner in which the service of the loans is to be effected. For Article II of the Special Agreement provides that, within one month from the delivery of the judgment, the Serb-Croat-Slovene Government and the representatives of the bondholders will begin negotiations with a view to concluding an arrangement which:

"1° In the event of the Court's award being in accordance with the views of the Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes, will determine whether considerations of equity do not require that the Govern-

Croates, Slovènes fasse aux porteurs certaines concessions en plus de ce que — dans le cas d'une sentence favorable de la Cour à son opinion — il serait strictement tenu de faire.

2° Au cas où la sentence de la Cour reconnaîtrait le bien-fondé des réclamations des porteurs, ferait au Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates, Slovènes, en raison de ses facultés économiques et financières et de sa capacité de paiement, certaines concessions sur ce que ceux-ci seraient strictement en droit d'exiger. »

Il est, en outre, dit dans le même article qu'à défaut de la conclusion, dans un délai déterminé, d'un tel arrangement, « la question des concessions et des modalités d'exécution prévues » ainsi que cela vient d'être indiqué sera, en tout état de cause, tranchée par un tribunal arbitral spécial, lequel il appartiendra à « chacune des deux Parties contractantes » de saisir.

Il convient, enfin, de remarquer qu'aux termes de l'article V du compromis, « pour tout ce qui n'est pas prévu par le présent compromis, les dispositions du Statut de la Cour permanente de Justice internationale seront appliquées ».

### *La juridiction de la Cour.*

Avant d'aborder les questions qui lui sont soumises, la Cour croit devoir préciser la tâche que lui attribue le compromis au point de vue des dispositions qui règlent sa juridiction et son fonctionnement.

Cet examen s'impose par le fait que la juridiction que la Cour est appelée à exercer en vertu du compromis entre la France et l'État serbe-croate-slovène semble, à première vue, s'écarter des principes que la Cour, dans des arrêts antérieurs, a établis eu égard aux conditions dans lesquelles un État peut porter devant elle des affaires ayant trait aux droits privés de ses ressortissants.

Aux termes de l'article 14 du Pacte, la Cour connaît « de tous différends d'un caractère international que les Parties lui soumettront » ; et, d'après l'article 36 de son Statut, « la



ment of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes should make the bondholders certain concessions over and above that which—in the event of an award by the Court in favour of its contentions—it would be strictly obliged to do.

2° In the event of the Court's award recognizing the justice of the claims of the bondholders, will make to the Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes, having regard to its economic and financial situation and capacity for payment, certain concessions over and above that which it would be strictly entitled to claim."

The same article also provides that, failing the conclusion within a specified time of such an arrangement, "the question of the concessions referred to" in the paragraph quoted above "and of the method of giving effect to them" shall, in all circumstances, be decided by a special arbitral tribunal, to which the question may be referred by "either of the two contracting Parties".

Finally, it should be observed that, according to Article V of the Special Agreement, "as regards any matter not provided for by the present Special Agreement, the provisions of the Statute of the Permanent Court of International Justice shall be applied".

#### *The Court's jurisdiction.*

Before approaching the questions submitted to it, the Court feels that it should define, with reference to the provisions governing its jurisdiction and functions, the task entrusted to it by the Special Agreement.

This is made necessary because of the fact that the jurisdiction which the Court is called upon to exercise under the Agreement between France and the Serb-Croat-Slovene State, seems at first sight to constitute a departure from the principles which the Court, in previous judgments, has laid down with regard to the conditions under which a State may bring before it cases relating to the private rights of its nationals.

According to Article 14 of the Covenant, the Court is competent to hear and determine "any dispute of an international character which the Parties thereto submit to it";

compétence de la Cour s'étend à toutes affaires que les Parties lui soumettront ». Ayant été portée devant la Cour par un compromis entre le Gouvernement de la République française et le Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, la présente affaire apparaît, de ce chef, comme recevable en la forme.

Pourtant, si l'on s'en tient strictement aux termes mêmes du compromis, le différend porté devant la Cour n'apparaît pas comme un différend entre les deux Gouvernements, mais comme un différend entre le Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, et les porteurs français de certains emprunts serbes : c'est ce différend, dont l'objet est de savoir sur quelles bases monétaires le service financier de ces emprunts doit être effectué, que ledit Gouvernement et le Gouvernement de la République française auraient, par accord, soumis à la Cour. Or, l'article 34 du Statut dispose expressément, que « seuls les États ou les Membres de la Société des Nations ont qualité pour se présenter devant la Cour » (dans le texte anglais : « *can be parties in cases before the Court* ») ; principe qui trouve son origine dans l'article 14 du Pacté, dont les termes, surtout si l'on tient compte à la fois des deux textes officiels, ne permettent guère de douter que les différends d'un caractère international y envisagés sont des différends entre les Parties mêmes qui soumettent le litige à la Cour.

Il s'ensuit que, si le différend porté devant la Cour par le compromis entre la France et l'État serbe-croate-slovène devait être considéré comme étant un différend entre le Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes et certains porteurs des emprunts, une des conditions essentielles de la procédure devant la Cour, savoir la qualité des Parties, ferait défaut.

A cet égard, il convient de rappeler ce que la Cour a dit à plusieurs reprises et notamment dans ses Arrêts nos 2 et 13, savoir qu'en prenant fait et cause pour ses ressortissants devant une juridiction internationale, l'État fait valoir son propre droit, le droit qu'il a de faire respecter en la personne de ses ressortissants le droit international. Aussi, dans tous les cas dont la Cour a eu antérieurement à connaître et dans lesquels des intérêts privés étaient en jeu, la demande de l'État

and, according to Article 36 of its Statute, "the jurisdiction of the Court comprises all cases which the Parties refer to it". Having been brought before the Court by a Special Agreement between the Government of the French Republic and the Government of the Serb-Croat-Slovene Kingdom, the present case appears on this ground to be admissible as far as considerations of form are concerned.

Nevertheless, according to the strict terms of the Special Agreement, the controversy submitted to the Court does not appear as a dispute between the two Governments, but as one between the Government of the Serb-Croat-Slovene Kingdom and the French bondholders of certain Serbian loans: it is this dispute, concerning the question on what monetary bases the service of these loans should be effected, which the said Government and the Government of the French Republic would appear to have submitted to the Court by agreement. Now, Article 34 of the Statute expressly provides that "only States or Members of the League of Nations can be parties in cases before the Court" (in the French text "*ont qualité pour se présenter devant la Cour*"); this principle has its origin in Article 14 of the Covenant, the terms of which, especially if regard be had at the same time to both the official versions, hardly admit of a doubt that the disputes of an international character contemplated therein are disputes between the actual Parties who submit them to the Court.

It follows that if the dispute referred to the Court by the Special Agreement between France and the Serb-Croat-Slovene State were to be regarded as a dispute between the Government of the Serb-Croat-Slovene Kingdom and certain bondholders of the loans, one of the essential conditions of procedure before the Court, namely, the legal capacity of the Parties, would be unfulfilled.

In this connection, reference should be made to what the Court has said on several occasions, and in particular in Judgments Nos. 2 and 13, namely, that by taking up a case on behalf of its nationals before an international tribunal, a State is asserting its own right—that is to say, its right to ensure in the person of its subjects, respect for the rules of international law. Accordingly, in all cases with which the Court has so far had to deal and in which private interests

se fondait-elle sur une prétendue violation d'un accord international. La contestation soumise à la Cour dans la présente instance, au contraire, a pour seul objet l'existence et l'étendue de certaines obligations que l'État serbe aurait contractées envers les porteurs de certains emprunts ; elle concerne donc exclusivement des rapports entre l'État emprunteur et des personnes privées, c'est-à-dire des rapports qui par eux-mêmes sont du domaine du droit interne.

Mais il faut observer que la question de savoir si la manière dont le Gouvernement serbe-croate-slovène effectue le service de ses emprunts correspond aux engagements qu'il avait contractés, ne forme plus seulement l'objet d'un différend entre ledit Gouvernement et ses créanciers. Lorsque les porteurs des emprunts serbes, estimant leurs droits méconnus, s'adressèrent au Gouvernement français, celui-ci intervint en leur faveur auprès du Gouvernement serbe-croate-slovène. Des négociations diplomatiques s'ensuivirent ; quelles qu'aient été, par ailleurs, ces négociations, il est constant que le Gouvernement serbe-croate-slovène ne repoussa pas l'intervention du Gouvernement français, mais fit valoir que le service des emprunts était effectué par lui en pleine conformité avec les obligations résultant des contrats. Ce point de vue, cependant, ne fut pas partagé par le Gouvernement de la République française. A partir de ce moment, il y eut donc entre les deux Gouvernements une divergence de vues qui, tout en étant au fond identique au différend qui existait déjà entre le Gouvernement serbe-croate-slovène et ses créanciers, s'en distingue ; car elle sépare les Gouvernements du Royaume des Serbes, Croates, Slovènes et de la République française, ce dernier agissant dans l'exercice du droit qu'il a de protéger ses nationaux. C'est cette divergence de vues entre les deux Gouvernements, et non le différend entre le Gouvernement serbe-croate-slovène et les porteurs français des emprunts, que le compromis a soumis à la Cour. L'affaire n'est donc pas seulement recevable en la forme ; elle a également pour objet un différend entre des Parties visées par l'article 14 du Pacte et l'article 34 du Statut.

Il ne reste plus alors qu'à examiner si l'objet même du différend soumis à la Cour, qui ne porte que sur des questions de fait et de droit interne, empêche celle-ci de s'en occuper.

have been involved, the State's claim has been based upon an alleged breach of an international agreement. The controversy submitted to the Court in the present case, on the contrary, solely relates to the existence and extent of certain obligations which the Serbian State is alleged to have assumed in respect of the holders of certain loans. It therefore is exclusively concerned with relations between the borrowing State and private persons, that is to say, relations which are, in themselves, within the domain of municipal law.

It is however to be noted that the question whether the manner in which the Serb-Croat-Slovene Government is conducting the service of its loans is in accordance with the obligations accepted by it, is no longer merely the subject of a controversy between that Government and its creditors. When the holders of the Serbian loans, considering that their rights were being disregarded, appealed to the French Government, the latter intervened on their behalf with the Serb-Croat-Slovene Government. Diplomatic negotiations followed: but whatever took place during these negotiations, it is common ground that the Serb-Croat-Slovene Government did not reject the intervention of the French Government, but contended that the service of the loans was being effected by it in full conformity with the obligations resulting from the contracts. This view however was not shared by the Government of the French Republic. As from this point, therefore, there exists between the two Governments a difference of opinion which, though fundamentally identical with the controversy already existing between the Serb-Croat-Slovene Government and its creditors, is distinct therefrom; for it is between the Governments of the Serb-Croat-Slovene Kingdom and that of the French Republic, the latter acting in the exercise of its right to protect its nationals. It is this difference of opinion between the two Governments and not the dispute between the Serb-Croat-Slovene Government and the French holders of the loans, which is submitted by the Special Agreement to the Court. The case therefore is admissible not merely from the point of view of form: it also relates to a dispute between Parties of the category contemplated by Article 14 of the Covenant and Article 34 of the Statute. It thus only remains to consider whether the actual subject of the dispute referred to the

A un point de vue général, on doit reconnaître que la fonction propre de la Cour consiste à trancher des différends entre États ou Membres de la Société des Nations sur la base du droit international: l'article 38 du Statut contient une claire indication dans ce sens.

Mais il ne serait guère exact de dire que seules des questions de droit international peuvent être l'objet d'une décision de la Cour. Il y a lieu de rappeler à cet égard que l'alinéa 2 de l'article 36 du Statut prévoit la possibilité que les États reconnaissent comme obligatoire la juridiction de la Cour sur les différends d'ordre juridique ayant pour objet « la réalité de tout fait qui, s'il était établi, constituerait la violation d'un engagement international ». Et l'article 13 du Pacte mentionne les différends susdits « parmi ceux qui sont généralement susceptibles d'une solution arbitrale ou judiciaire ». Il s'agit, entre autres, évidemment de différends de pur fait, car les États intéressés peuvent être d'accord sur ce que le fait à établir constituerait la violation d'un engagement international; point n'est besoin d'ajouter que les faits dont la Cour doit constater la réalité peuvent être de n'importe quelle nature.

En est-il autrement si le point en discussion entre deux États est une question qui doit être résolue par application du droit interne de tel ou tel pays? Il y a des cas — et la Cour a déjà eu l'occasion de le relever dans son Arrêt n° 8 — dans lesquels une juridiction internationale ne saurait être saisie tant qu'il y a des instances ouvertes aux particuliers intéressés. Mais, en dehors des cas de cette nature ou lorsque les deux États sont d'accord pour s'adresser à la Cour, le devoir, pour celle-ci, d'exercer sa juridiction ne saurait fléchir, faute d'une disposition du Statut à cet égard, en raison de ce que le différend porte sur une question de droit interne plutôt que sur un point de pur fait. La formule très large de l'alinéa premier de l'article 36, qui vise spécialement les cas dans lesquels, comme en l'espèce, la Cour est saisie par un compromis, vient à l'appui de cette conclusion.

Court which relates only to questions of fact and of municipal law, prevents the Court from dealing with it.

From a general point of view, it must be admitted that the true function of the Court is to decide disputes between States or Members of the League of Nations on the basis of international law: Article 38 of the Statute contains a clear indication to this effect.

But it would be scarcely accurate to say that only questions of international law may form the subject of a decision of the Court. It should be recalled in this respect that paragraph 2 of Article 36 of the Statute provides that States may recognize as compulsory the jurisdiction of the Court in legal disputes concerning "the existence of any fact which, if established, would constitute a breach of an international obligation". And Article 13 of the Covenant includes disputes of the sort above mentioned—"among those which are generally suitable for submission to arbitration or judicial settlement". Clearly, amongst others, disputes concerning pure matters of fact are contemplated, for the States concerned may agree that the fact to be established would constitute a breach of an international obligation; it is unnecessary to add that the facts the existence of which the Court has to establish may be of any kind.

Is the case altered if the point at issue between two States is a question which must be decided by application of the municipal law of a particular country? There are cases—as the Court has already had occasion to observe in Judgment No. 8—in which an action cannot be brought before an international tribunal when there are legal remedies still open to the individuals concerned. But, apart from cases of this kind, and when the two States have agreed to have recourse to the Court, the latter's duty to exercise its jurisdiction cannot be affected, in the absence of a clause in the Statute on the subject, by the circumstance that the dispute relates to a question of municipal law rather than to a pure matter of fact. The very wide wording of the first paragraph of Article 36, which refers especially to cases which—like the present proceedings—are brought before the Court by Special Agreement, supports this conclusion.

On ne saurait se prévaloir de l'article 38 du Statut pour exclure la possibilité que la Cour s'occupe de différends qui ne demandent pas l'application du droit international, du moment où le Statut lui-même prévoit expressément cette possibilité. Tout ce qu'on peut dire, c'est que les cas dans lesquels la Cour appliquera le droit international seront sans doute les plus fréquents, car c'est le droit international qui règle les rapports entre les sujets à l'égard desquels la Cour exerce sa juridiction.

D'une part, le différend soumis à la Cour est, ainsi qu'il vient d'être exposé, une contestation entre la France et l'État serbe-croate-slovène; d'autre part, ce différend porte exclusivement sur un rapport de droit interne existant entre l'État serbe-croate-slovène comme emprunteur et les porteurs de titres de certains emprunts serbes. Dans ces conditions, la question se pose de savoir si des faits qui seraient de nature à déterminer éventuellement les relations de droit international entre les deux États pourront avoir également un effet sur les relations de droit interne sur lesquelles la Cour, à la demande de ces États, doit en l'espèce statuer. C'est ainsi que le Gouvernement de l'État serbe-croate-slovène a voulu tirer argument de certains actes du Gouvernement français relatifs au service des emprunts serbes. La Cour ne peut pas baser sa décision sur des faits qui sont en dehors des relations qui existent entre l'État emprunteur et les porteurs, car la question qui lui est soumise est nettement limitée à ces relations; elle est même expressément présentée sous l'aspect d'une antithèse entre l'avis du Gouvernement serbe-croate-slovène, d'une part, et l'avis des porteurs, d'autre part. La Cour ne doit et ne peut donc s'occuper que d'un aspect particulier du problème soulevé par l'intervention du Gouvernement français en faveur des porteurs. Cela ne serait pas moins vrai même si le compromis ne visait pas à son article 2 une autre phase éventuelle de la procédure dans laquelle pourront entrer en jeu des considérations d'équité et de nécessité — considérations étrangères aux relations de droit interne entre emprunteur et créancier.



Article 38 of the Statute cannot be regarded as excluding the possibility of the Court's dealing with disputes which do not require the application of international law, seeing that the Statute itself expressly provides for this possibility. All that can be said is that cases in which the Court must apply international law will, no doubt, be the more frequent, for it is international law which governs relations between those who may be subject to the Court's jurisdiction.

On the one hand, the dispute submitted to the Court is, as has been explained, a controversy between France and the Serb-Croat-Slovene State, while on the other hand, it relates exclusively to a *nexus* of municipal law between the Serb-Croat-Slovene State as borrower and the holders of certain Serbian loans. In these circumstances, the question arises whether facts of a character which would determine the relations under international law between the two States may also have an effect upon the relations under the municipal law upon which the Court, at the request of these States, has to give judgment in this case. Thus the Government of the Serb-Croat-Slovene State has sought to rely upon certain acts of the French Government with regard to the service of the Serbian loans. The Court cannot base its decision on facts which are outside the scope of the relations existing between the borrowing State and the bondholders, for the question submitted to it is definitely restricted to these relations; it is even expressly submitted in the form of a statement contrasting the contention of the Serb-Croat-Slovene Government on the one hand and that of the bondholders on the other. The Court therefore can and must deal only with the particular aspect of the problem raised by the intervention of the French Government on behalf of the bondholders. This would be no less true even if the Special Agreement did not in its second article provide for a second possible phase of the proceedings, in which considerations of equity and necessity may come into account, considerations which have nothing to do with the relations at municipal law existing between borrower and lender.

## POINT DE DROIT.

*Les obligations.* — Le libellé des titres des différentes émissions, pour autant qu'il est pertinent aux questions posées, est le suivant :

**Emprunt de 1895.**

« Emprunt 4 % amortissable  
 créé en vertu de la loi du 8/20 juillet 1895,  
 représenté par 710.584 obligations formant un capital nominal de  
 Francs 355.292.000 = R.M. 287.786.520 = Flor. autr. or 142.116.800,  
 remboursables en or, au pair, en 72 ans,  
 garanti par les revenus affectés par la loi à l'Administration  
 autonome des Monopoles.

OBLIGATION  
 au\*porteur de  
 CINQ CENTS FRANCS  
 Capital nominal  
 = R.M. 405 = Flor. autr. or 200. »

---

« Les obligations de cet emprunt rapporteront annuellement 4 % sur leur capital nominal et les intérêts en seront payés semestriellement les 1/13 juillet de chaque année, contre remise des coupons.

Le remboursement de cet emprunt aura lieu conformément au tableau d'amortissement annexé aux obligations, dans le délai de 72 ans, par voie de tirages semestriels à effectuer les 1/13 avril et 1/13 octobre de chaque année.

Les obligations sorties au tirage seront remboursées à leur valeur nominale, en or, à la première échéance de coupon postérieure au tirage.

Les obligations et coupons du présent emprunt sont exempts de tous impôts, taxes ou retenues, existants ou futurs en Serbie.

Le paiement des coupons échus et des obligations sorties aura lieu, au choix des porteurs :

à Belgrade	} à raison de 10 francs en or pour chaque coupon et de 500 francs-or pour chaque obligation de 500 francs nominal,
» Paris	
» Berlin	} à raison de R.M. 8,10 en or pour chaque cou- pon et de R.M. 405 pour chaque obligation de R.M. 405 nominal,
» Vienne	
	} à raison de 4 flor. autr. or pour chaque coupon et de 200 flor. autr. or pour chaque obligation de 200 florins nominal,

## THE LAW.

*The bonds.*—The terms of the bonds of the various issues, in so far as they are pertinent to the questions before the Court, are as follows:

**1895 Loan.**

[*Translation.*]

“4 % redeemable Loan  
created by the law of 8th/20th July, 1895, represented by  
710,584 bonds constituting a nominal capital of frs. 355,292,000  
= R.M. 287,786,520 = Austrian gold florins 142,116,800,  
repayable in gold at par in 72 years,  
secured by the revenues appropriated by the law to the  
Autonomous Administration of Monopolies.

BOND  
to bearer  
OF FIVE HUNDRED FRANCS  
nominal value  
= R.M. 405 = Austrian gold florins 200.”

---

“The bonds of this loan yield 4 % per annum upon their nominal value and the interest thereon will be paid half-yearly on the 1st/13th July of each year on presentation of the coupons.

Repayment of this loan will be effected in accordance with the sinking fund plan annexed to the bonds within 72 years by means of half-yearly drawings held on 1st/13th April and 1st/13th October of each year.

Drawn bonds will be repaid at their nominal value in gold when the first coupon subsequent to the drawing reaches maturity.

Bonds and coupons of this loan are free of all existing or future taxes, duties or deductions in Serbia.

Payment of matured coupons and bonds drawn will be effected, at the choice of holders:

at Belgrade	}	at the rate of 10 francs in gold for each coupon and 500 francs in gold for each bond of 500
„ Paris		francs nominal,
„ Berlin	}	at the rate of R.M. 8.10 in gold for each coupon and R.M. 405 for each bond of R.M. 405 nominal,
„ Vienna		at the rate of 4 Austrian gold florins for each coupon, and 200 Austrian gold florins for each bond of 200 florins nominal,

auprès de tous les établissements et maisons de banque qui seront désignés par le ministre des Finances du Royaume de Serbie. »

Le texte français des obligations fait foi.

Les coupons non présentés à l'encaissement sont prescrits après cinq ans et les obligations sorties après trente ans de leur échéance.

Belgrade, le 1/13 août 1895. »

[Signé par le ministre des Finances de Serbie.]

Le coupon porte les indications suivantes :

« Emprunt 4 % amortissable.

COUPON

payable en or le ....

à Belgrade et à Paris, à raison de frs. 10

» Berlin, à raison de R.M. 8,10 et

» Vienne, à raison de flor. autr. 4 or. »

#### Emprunt de 1902.

« Obligations 5 % des Monopoles

créées en vertu de la loi du 26 juillet/8 août 1902

dont extrait ci-contre

pour un montant de 60 millions de francs-or

représenté par

120.000 obligations de 500 francs-or

amortissable par voie de rachats au-dessous du pair, s'il y a lieu, ou

par tirages semestriels au pair, en cas contraire,

au moyen d'une dotation spéciale de  $\frac{1}{2}$  % du montant

nominal de l'emprunt.

Maximum de la durée de l'amortissement : 50 ans.

Annuité affectée au service de l'intérêt et de l'amortissement

de l'emprunt : 3.300.000 francs-or.

Cet emprunt est garanti à la fois par le Gouvernement royal serbe

et par l'Administration autonome des Monopoles

à valoir sur ses excédents de recettes nettes disponibles après le

service des emprunts visés par la loi du 8/20 juillet 1895.

Il lui est affecté une annuité de 3.300.000 francs-or,

à verser mensuellement par l'Administration autonome des

Monopoles.

at any of the establishments and banking houses to be appointed by the Minister of Finance to the Kingdom of Serbia.”

The French text of the bonds shall be authoritative.  
Coupons not presented for payment shall be barred by prescription after five years and bonds drawn for redemption thirty years after maturity.

Belgrade, August 1st/13th, 1895.”

[Signed by the Serbian Minister of Finance.]

The following is the form of coupon :

[*Translation.*]

“4 % redeemable Loan.  
COUPON  
payable in gold on . . . .  
at Belgrade and Paris at the rate of frs. 10  
,, Berlin at the rate of R.M. 8.10 and  
,, Vienna at the rate of 4 Austrian gold florins.”

#### 1902 Loan.

[*Translation.*]

“5 % Bonds of the Monopolies  
created by the law of July 26th/August 8th, 1902,  
reproduced in extract on the back,  
for a total of 60 million gold francs  
represented by  
120,000 Bonds of 500 gold francs  
redeemable by purchase below par, if the case arise, or otherwise  
by six-monthly drawings at par,  
by means of a special provision of  $\frac{1}{2}$  % of the  
nominal total of the loan.

• Maximum period for repayment : 50 years.

Annual sum allocated for interest and redemption  
of the loan: 3,300,000 gold francs.

This loan is guaranteed both by the Royal Serbian Government  
and by the Autonomous Administration of Monopolies  
and is payable out of the surplus of net revenue available  
after providing for the service  
of the loans referred to in the law of July 8th/20th, 1895.  
An annual sum of 3,300,000 gold francs shall be allocated  
for the purpose and shall be paid in monthly instalments by  
the Autonomous Administration of Monopolies.

L'emprunt est en outre gagé par les recettes des Chemins de fer avec droit d'hypothèque en premier rang sur les lignes actuellement en exploitation, le tout conformément à la loi du 26 juillet /8 août 1902 (art. IV) et à l'Obligation générale délivrée aux contractants (dont des extraits sont reproduits ci-contre).

OBLIGATION 5 % AU PORTEUR  
DE 500 FRANCS  
N° ....

Le présent emprunt est émis exclusivement en coupures unitaires.

#### INTÉRÊT.

Les obligations de cet emprunt rapportent annuellement 5 % sur leur capital nominal. Les intérêts en sont payés trimestriellement les 2/15 février, 2/15 mai, 2/15 août et 2/15 novembre de chaque année contre remise des coupons correspondants.

#### AMORTISSEMENT.

Dans le cas où l'amortissement ne pourrait s'opérer par rachats au-dessous du pair, les tirages au sort auront lieu à Belgrade les 2/15 mars et 2/15 septembre de chaque année, et les obligations sorties seront remboursées en or au pair deux mois après, soit les 2/15 mai et 2/15 novembre respectivement. Le Gouvernement se réserve le droit de rembourser totalement l'emprunt au pair, avec intérêts courus, à partir de l'année 1908.

Les obligations et coupons du présent emprunt sont exempts de tous impôts, taxes ou retenues, existants ou futurs en Serbie.

Le paiement des coupons échus aura lieu en or au choix des porteurs chez les établissements qui auront été désignés.

Par chaque obligation de 500 francs.

à Belgrade Paris Bruxelles Genève	} à raison de	{	Fr. 6,25 c. le 2/15 février	} de cha-	
			» 6,25 le 2/15 mai		que
			» 6,25 le 2/15 août		année.
			» 6,25 le 2/15 novembre		

Fr. 25. — par an, contre remise des coupons portant lesdites échéances.

The loan is further guaranteed by the revenue from the railways with a first charge upon the lines at present in working, the whole always subject to the provisions of the Law of July 26th/August 8th, 1902 (Art. IV), and of the General Bond delivered to the contracting Parties (whereof extracts are reproduced on the back).

5 % BOND TO BEARER  
OF 500. FRANCS  
No. ....

The present loan is issued exclusively  
for uniform denominations.

#### INTEREST.

The Bonds of this loan carry an annual interest of 5 % on their nominal capital. Interest is payable each three months, on February 2nd/15th, May 2nd/15th, August 2nd/15th, and November 2nd/15th of each year on presentation of the corresponding coupons.

#### REDEMPTION.

Should redemption not be possible by repurchase below par, drawings shall take place at Belgrade on March 2nd/15th and September 2nd/15th of each year, and the bonds drawn will be repaid in gold at par two months after, namely, on May 2nd/15th and November 2nd/15th respectively. The Government reserve the right to redeem the whole loan at par, together with interest due, after the year 1908.

Bonds and coupons of the present loan are free of all Serbian taxes, duties or deductions, present or future.

Payment of coupons due shall be made in gold at the choice of holders and by the firms that shall be thereto appointed.

		For each Bond of 500 francs.				
at Belgrade	} at the	} rate of	} Frs.	6.25 on Febr. 2nd/15th	} of each	
Paris				„ 6.25 „ May 2nd/15th		} year.
Brussels				„ 6.25 „ Aug. 2nd/15th		
Geneva				„ 6.25 „ Nov. 2nd/15th		
			<u>Frs. 25.—</u>	per annum on presentation of		
				coupons bearing the dates		
				in question.		

A Berlin } Aux mêmes échéances,  
 Vienne } dans les monnaies de ces villes respectivement,  
 Amsterdam } au cours du change à vue sur Paris.

Le texte français des obligations fait foi.

Belgrade, le 23 août/5 septembre 1902.

Le ministre des Finances  
 du Royaume de Serbie. »

Le coupon est ainsi conçu :

« Obligations 5 % des Monopoles.  
 N° . . . .

Coupon payable en or le . . . .

à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève, à raison de Frs. 6,25 ;  
 à Berlin, Vienne et Amsterdam, *au cours du change à vue  
 sur Paris.* »

#### Emprunt de 1906.

« Emprunt 4½ % or 1906  
 Créé en vertu de la loi du 14/27 décembre 1906, dont extrait  
 ci-contre

Pour un montant de 95 millions de francs-or  
 représenté par  
 190.000 obligations de 500 francs-or.

Amortissable par voie de rachats au-dessous du pair, s'il y a lieu,  
 ou, dans le cas contraire, par tirages semestriels au pair,  
 au moyen d'une dotation spéciale mentionnée plus bas.

Durée maxima de l'amortissement : 50 ans.

Annuité affectée au service de l'intérêt et de l'amortissement du  
 présent emprunt :  
 4.800.000 francs.

Cet emprunt est garanti à la fois par le Gouvernement  
 royal serbe et par l'Administration autonome des Monopoles,  
 à valoir sur les excédents de recettes nettes disponibles après  
 le service des emprunts visés par les lois des 8/20 juillet 1895  
 et 26 juillet/8 août 1902, conformément à la loi du  
 14/27 décembre 1906.

OBLIGATION DE 500 FRANCS 4½ %  
 AU PORTEUR.

#### INTÉRÊT.

Les obligations de cet emprunt rapportent annuellement  
 4½ % sur leur capital nominal. Les intérêts en sont payés





semestriellement, les 2/15 avril et 2/15 octobre de chaque année, contre remise des coupons correspondants.

AMORTISSEMENT.

Dans le cas où l'amortissement ne pourrait s'opérer par rachats au-dessous du pair, les tirages au sort auront lieu à Belgrade, les 2/15 février et 2/15 août de chaque année, et les obligations sorties seront remboursées au pair deux mois après, soit les 2/15 avril et 2/15 octobre respectivement.

Les obligations et coupons du présent emprunt sont exempts à tout jamais de tous impôts et taxes présents ou futurs en Serbie.

Le paiement des coupons échus et éventuellement des obligations amorties aura lieu, au choix des porteurs, chez les établissements qui auront été désignés :

à Belgrade à Paris à Bruxelles. à Genève	}	à raison de	Par chaque obligation de 500 francs. { 11 fr. 25 c. le 2/15 avril { 11 fr. 25 c. le 2/15 octobre }	} de chaque } année.
---	---	-------------	--	-------------------------

Soit : 22 fr. 50 c. par an, contre remise des coupons portant les dites échéances ;

à Berlin à Vienne à Amsterdam	}	aux mêmes échéances, dans les monnaies de ces villes, respectivement au cours du change à vue sur Paris.
-------------------------------------	---	--

Le texte français des obligations fait foi.

Belgrade, le 14/27 décembre 1906.

Le ministre des Finances  
du Royaume de Serbie. »

Le coupon est le suivant :

« Emprunt 4½ % or 1906  
Obligation N° . . . .  
Coupon payable le . . . .

à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève, à raison de 11 fr. 25 c.  
à Berlin, Vienne, Amsterdam, au cours du change à vue sur Paris.

April 2nd/15th and October 2nd/15th of each year on presentation of the corresponding coupons.

## REDEMPTION.

Should redemption not be possible by repurchase below par, drawings shall take place at Belgrade on February 2nd/15th and August 2nd/15th of each year, and the bonds drawn will be repaid at par after two months, namely, on April 2nd/15th and October 2nd/15th respectively.

The bonds and coupons of the present loan are for all time exempt from all present or future taxes and duties in Serbia.

The payment of matured coupons and bonds drawn shall be effected at the choice of holders by the firms that shall be thereto appointed:

			For each Bond of 500 francs.				
at Belgrade	}	at the	Frs. 11.25 on April 2nd/15th	} of each			
at Paris					} rate of	,, 11.25 on Oct. 2nd/15th	} year.
at Brussels							
at Geneva							
<u>Total 22.50</u>			per annum on presentation				
				of coupons bearing the date			
				in question;			

at Berlin	}	on the same dates in the currency of these towns	
at Vienna			} respectively at the rate of exchange at sight
at Amsterdam			

The French text of the bonds shall be authoritative.

Belgrade, December 14th/27th, 1906.

The Minister of Finance  
of the Kingdom of Serbia."

The coupon is as follows:

[*Translation.*]

"4½ % Gold Loan 1906

Bond No. . . . .

Coupon payable on . . . .

at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, at the rate of frs. 11.25  
at Berlin, Vienna, Amsterdam, at the rate of exchange at  
sight on Paris.

**Emprunt de 1909.**

« Emprunt 4½ % or 1909  
 Créé en vertu de la loi du 15/28 décembre 1909,  
 dont extrait ci-contre,  
 Pour un montant de  
 150 millions de francs-or  
 Représenté par  
 300.000 obligations de 500 francs-or

Amortissable par voie de rachats au-dessous du pair,  
 ou par tirages semestriels si le prix est au pair ou au-dessus,  
 au moyen d'une dotation spéciale mentionnée plus bas.  
 Durée maxima de l'amortissement : 50 ans.

Annuité affectée au service de l'intérêt et de l'amortissement  
 du présent emprunt :  
 7.500.000 francs.

Cet emprunt a pour gage spécial les recettes nettes de  
 l'Administration autonome des Monopoles disponibles après le  
 service des emprunts visés par les lois des 8/20 juillet 1895,  
 26 juillet/8 août 1902 et 14/27 décembre 1906, conformément  
 à la loi du 15/28 décembre 1909. Dans le cas où ces recettes  
 ne seraient pas suffisantes pour couvrir l'annuité du présent  
 emprunt, le service intégral en sera assuré par les revenus  
 généraux du budget de l'État.

---

OBLIGATION DE 500 FRANCS 4½ %  
 AU PORTEUR  
 N° . . . .

## INTÉRÊT.

Les obligations de cet emprunt rapportent annuellement  
 4½ % sur leur capital nominal. Les intérêts en sont payés  
 semestriellement, les 19 mai/1<sup>er</sup> juin et 18 novembre/  
 1<sup>er</sup> décembre de chaque année, contre remise des coupons  
 correspondants.

Les coupons semestriels sont payables :

A Belgrade	} en fr. 11,25 ;
A Paris	
A Bruxelles	
A Genève	

A Berlin, Francfort-sur-Mein, Hambourg, St.-Pétersbourg,  
 Vienne et Amsterdam, dans les monnaies de ces villes,

**1909 Loan.**[*Translation.*]“ $4\frac{1}{2}$  % Gold Loan 1909Issued under the law of December 15th/28th, 1909,  
whereof an extract is given on the back,

For a total of

150 million gold francs

Consisting of

300,000 Bonds of 500 gold francs

Redeemable by repurchase below par  
or by six-monthly drawings if the price is at or above par  
by means of a special provision referred to below.

Maximum period for repayment : 50 years.

Annual sum allocated for interest and redemption of the  
present loan :

7,500,000 francs.

This loan has as a special guarantee the net receipts of the Autonomous Administration of the Monopolies as available after the service of the loans referred to by the laws of July 8th/20th, 1895, July 26th/August 8th, 1902, and December 14th/27th, 1906, in accordance with the law of December 15th/28th, 1909. If these receipts should be insufficient to cover annual payments under the present loan, the service as a whole will be effected by the general revenue from the State budget.

---

$4\frac{1}{2}$  % BOND OF 500 FRANCS

TO BEARER

No. . . . .

INTEREST.

The Bonds of this loan carry  $4\frac{1}{2}$  % interest per annum on their nominal capital. Interest is payable half-yearly on May 19th/June 1st and November 18th/December 1st of each year, on presentation of the corresponding coupons.

The half-yearly coupons are payable :

At Belgrade	} at frs. 11.25 ;
At Paris	
At Brussels	
At Geneva	

At Berlin, Frankfort-on-Main, Hamburg, St. Petersburg, Vienna and Amsterdam in the currency of those towns respectively

respectivement, au cours du change à vue sur Paris, chez les établissements qui auront été désignés pour faire le service de l'emprunt.

AMORTISSEMENT.

Dans le cas où l'amortissement ne pourrait s'opérer par rachats au-dessous du pair, les tirages au sort auront lieu à Belgrade, les 19 mars/1<sup>er</sup> avril et 18 septembre/1<sup>er</sup> octobre de chaque année, et les obligations sorties seront remboursées au pair deux mois après, soit les 19 mai/1<sup>er</sup> juin et 18 novembre/1<sup>er</sup> décembre.

Les obligations et coupons du présent emprunt sont exempts à tout jamais de tous impôts et taxes présents ou futurs en Serbie.

Le texte français des obligations fait foi.

Belgrade, le 15/28 décembre 1909.

Le ministre des Finances  
du Royaume de Serbie. »

Le coupon est ainsi conçu :

« Emprunt 4½ % or 1909  
Obligation n° . . . .  
Coupon payable  
le . . . .

à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève,  
à raison de 11 fr. 25 c. ; à Berlin,  
Francfort-sur-Mein, Hambourg, Saint-  
Pétersbourg, Vienne, Amsterdam, *au  
cours du change à vue sur Paris.* »

**Emprunt de 1913.**

« Emprunt 5 % or 1913  
d'un montant nominal de  
Deux cent cinquante millions de francs  
Créé en vertu de la loi du 18/31 octobre 1913  
dont extrait ci-contre.

Cet emprunt est représenté par 500.000 obligations de  
500 francs-or

Rapportant un intérêt annuel de 25 francs  
Remboursables au pair par voie de tirages semestriels ou  
par achats en Bourse au-dessous du pair.

Maximum de la durée de l'amortissement : Cinquante ans.

at the rate of exchange at sight on Paris, by the firms which shall be appointed to effect the service of the loan.

## REDEMPTION.

Should redemption not be possible by repurchase below par, drawings shall take place at Belgrade on March 19th/April 1st and September 18th/October 1st of each year, and the bonds drawn will be repaid at par two months afterwards, namely, on May 19th/June 1st and November 18th/December 1st.

Bonds and coupons of the present loan are free of all Serbian taxes and duties present or future.

The French text of the bonds shall be authoritative.

Belgrade, December 15th/28th, 1909.

The Minister of Finance  
of the Kingdom of Serbia.”

The coupon runs as follows:  
[*Translation.*]

“4½ % Gold Loan 1909  
Bond No. . . . .  
Coupon payable  
on . . . .

at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva,  
at the rate of frs. 11.25 ; at Berlin, Frankfort-on-Main,  
Hamburg, St. Petersburg, Vienna and Amsterdam  
*at the rate of exchange at sight on Paris.*”

**1913 Loan.**

[*Translation.*]

“5 % Gold Loan 1913  
of a nominal total of

Two hundred and fifty million francs

Issued under the law of October 18th/31st, 1913,  
whereof an extract is reproduced on the back.

This loan is represented by 500,000 bonds of  
500 gold francs

Carrying an annual interest of 25 francs

Repayable at par by half-yearly drawings or by purchase  
on the Exchange below par.

Maximum period for repayment : Fifty years.

Annuité affectée au service de l'intérêt et de l'amortissement  
de l'emprunt :  
13.550.000 francs.

En dehors de l'engagement direct du Gouvernement royal serbe, cet emprunt a pour gage spécial les recettes nettes de l'Administration autonome des Monopoles, disponibles après le service des emprunts visés par les lois des 8/20 juillet 1895, 26 juillet/8 août 1902, 14/27 décembre 1906 et 15/28 décembre 1909, conformément à la loi du 18/31 octobre 1913. L'emprunt est en outre spécialement garanti, en première hypothèque, par les bénéfices nets du Monopole de l'Alcool, institué suivant la loi du 3/15 août 1893 et géré par l'Administration autonome des Monopoles.

Les obligations et coupons du présent emprunt sont exempts de tous impôts, taxes ou retenues existants ou futurs en Serbie.

OBLIGATIONS DE 500 FRANCS 5 %  
AU PORTEUR.

INTÉRÊT.

Les obligations de cet emprunt rapportent annuellement 5% sur leur capital nominal. Les intérêts en sont payés semestriellement les 16 février/1<sup>er</sup> mars et 19 août/1<sup>er</sup> septembre de chaque année, contre remise des coupons correspondants.

AMORTISSEMENT.

Dans le cas où l'amortissement ne pourrait s'opérer par achats au-dessous du pair, les tirages au sort auront lieu à Belgrade, les 19 décembre/1<sup>er</sup> janvier et 18 juin/1<sup>er</sup> juillet de chaque année, et les obligations sorties seront remboursées au pair deux mois après, soit les 16 février/1<sup>er</sup> mars et 19 août/1<sup>er</sup> septembre respectivement.

Le paiement des coupons échus aura lieu, au choix des porteurs, chez les établissements qui auront été désignés :

A Belgrade	} raison de	à	} Fr. 12,50 le 16 février/1 <sup>er</sup> mars.	
A Paris				» 12,50 le 19 août/1 <sup>er</sup> septembre.
A Bruxelles				» 25.— par an, contre remise des
A Genève				coupons portant lesdites

échéances.

A Berlin	} Aux mêmes échéances, dans les monnaies de
A Vienne	

*à vue sur Paris.*



Annual sum allocated for interest and redemption of the loan:  
13,550,000 francs.

Apart from the direct obligation of the Royal Serbian Government, this loan is specially guaranteed by the net receipts of the Autonomous Administration of Monopolies so far as available after the service of the loans referred to in the laws of July 8th/20th, 1895, July 26th/August 8th, 1902, December 14th/27th, 1906, and December 15th/28th, 1909, in conformity with the law of October 18th/31st, 1913. The loan is further specially guaranteed by a first charge on the net profits of the Monopoly on Alcohol established under the law of August 3rd/15th, 1893, and administered by the Autonomous Administration of Monopolies.

Bonds and coupons of the present loan are exempt from all Serbian taxes, duties or deductions present or future.

5 % BONDS OF 500 FRANCS  
TO BEARER.

INTEREST.

The bonds of this loan carry an annual interest of 5% on their nominal capital. Interest is payable half-yearly on February 16th/March 1st and August 19th/September 1st of each year on production of the corresponding coupons.

REDEMPTION.

Should redemption not be possible by purchase below par, drawings shall take place at Belgrade on December 19th/January 1st and June 18th/July 1st of each year, and bonds drawn shall be redeemed at par two months afterwards, that is to say, on February 16th/March 1st and August 19th/September 1st respectively.

Payment of coupons due shall be made at the choice of holders by the firms that shall be appointed for the purpose:

At Belgrade	} at the	} rate of	} Frs. 12.50 on Febr. 16th/March 1st.		
At Paris				} „ 12.50 on Aug. 19th/Sept. 1st.	
At Brussels					} „ 25.— per annum, on presentation
At Geneva					

At Berlin	} On the same dates in the currency of those towns
At Vienna	

Le texte français des obligations fait foi.

Belgrade, le 18/31 octobre 1913.

Le ministre des Finances  
du Royaume de Serbie. »

Le coupon porte les indications suivantes :

« Emprunt 5 % or 1913

Obligation n° . . . .

Coupon payable le . . . .

A Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève, à raison de 12 fr. 50 c.

A Berlin et à Vienne, au cours du change à vue sur Paris. »

*Interprétation des clauses relatives au paiement.* — La première question soumise à la Cour a trait à l'interprétation des contrats d'emprunt : il s'agit de savoir si des francs-or, ou simplement des francs français, ont été promis, et, dans le premier cas, quelle est la signification de l'expression « franc-or ».

Les titres sont au porteur ; ils énoncent les conditions du paiement auquel chaque porteur a droit. L'examen des titres montre que, dans tous les cas, il y avait promesse de paiement en or ou francs-or. Ainsi, les titres de l'émission de 1895 portent la mention explicite :

« remboursable en or au pair en 72 ans ».

En outre :

« Le paiement des coupons échus et des obligations sorties aura lieu, au choix des porteurs :

à Belgrade	}	à raison de 10 francs en or pour chaque coupon
à Paris		et de 500 francs-or pour chaque obligation de 500 francs nominal ;
à Berlin	}	à raison de R.M. 8,10 en or pour chaque coupon et de R.M. 405 pour chaque obligation de R.M. 405 nominal ;
à Vienne		à raison de 4 florins autrichiens or pour chaque coupon et de 200 florins autrichiens or pour chaque obligation de 200 florins nominal. »

Le coupon porte la mention « payable en or ».

The French text of the bonds shall be authoritative.

Belgrade, October 18th/31st, 1913.

The Minister of Finance  
of the Kingdom of Serbia."

The coupon runs as follows :

[*Translation.*]

"5 % Gold Loan 1913

Bond No. . . . .

Coupon payable on . . . .

At Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, at the rate of 12 frs. 50.

At Berlin and Vienna, at the rate of exchange at sight on Paris."

*Interpretation of the provisions relating to payment.*—The first question presented is with respect to the interpretation of the loan contracts, that is, whether gold francs or merely French francs were promised, and, if the former, the significance of the expression "gold franc".

The bonds are payable to bearer and they set forth the terms of the payment to which each holder is entitled. An examination of the bonds shows that in each case there was a promise of payment in gold or gold francs. Thus the bonds of the issue of 1895 explicitly provide :

*"repayable in gold at par in 72 years"*.

Also :

"Payment of matured coupons and bonds drawn will be effected at the option of the holders :

at Belgrade	}	at the rate of 10 francs in gold for each coupon and 500 francs in gold for each bond of 500 francs nominal;
at Paris		
at Berlin	}	at the rate of R.M. 8.10 in gold for each coupon and R.M. 405 for each bond of 405 nominal;
at Vienna		
	}	at the rate of 4 Austrian gold florins for each coupon and 200 Austrian gold florins for each bond of 200 florins nominal."

The coupon contains the statement "*payable in gold*".

Dans les titres de l'émission de 1902, les obligations sont indiquées pour « un montant de 60 millions de francs-or, représenté par 120.000 obligations de 500 francs-or ». Les titres sortis au tirage doivent être remboursés « en or » et les coupons doivent être payés « en or ». Les titres de l'émission de 1906 sont intitulés « Emprunt 4½ % or » pour « un montant de 95 millions de francs-or représenté par 190.000 obligations de 500 francs-or ». De même, les titres de l'émission de 1909 sont présentés comme un « Emprunt 4½ % or » pour « un montant de 150 millions de francs-or, représenté par 300.000 obligations de 500 francs-or ». Le libellé des titres de l'émission de 1913 est : « Emprunt 5 % or », avec l'addition : « Cet emprunt est représenté par 500.000 obligations de 500 francs-or. »

Pour chacune de ces émissions, les coupons ou bien prévoient un paiement en or, comme c'est le cas de l'emprunt 1902, ou bien portent la mention « Emprunt .... % or », comme dans le cas des emprunts de 1906, 1909 et 1913.

Il a été allégué qu'il y a ambiguïté parce que, dans d'autres parties des titres, ou bien dans les documents qui ont précédé les diverses émissions, il est fait mention de francs sans la qualification or. A ce sujet, il suffit de dire que la mention de francs en général ne peut être considérée comme affaiblissant la clause expresse visant des francs-or. Conformément aux principes élémentaires d'interprétation, les expressions spéciales l'emportent sur les expressions générales. Le titre doit être pris comme un tout, et ce n'est pas le prendre ainsi que de mettre à l'écart les dispositions visant le franc-or.

Les titres eux-mêmes n'étant pas ambigus, il n'y a pas lieu de faire appel aux documents préliminaires. Toutefois, si l'on examine ces derniers, on constate qu'ils tendent à confirmer l'accord pour les paiements en or.

L'emprunt de 1895 a fait l'objet d'un accord signé à Carlsbad, entre les représentants du Gouvernement serbe et les banques, accord qui contient la disposition suivante : « Le paiement des coupons échéant et des obligations sorties se fait en or » ; et la loi serbe du 8/20 juillet 1895 qui a autorisé l'émission dispose comme suit :

« Le remboursement des coupons échus et des obligations sorties aux tirages s'effectuera en or, aux endroits désignés à cet effet au choix du porteur et en la monnaie d'or des pays respectifs. »

In the bonds of the issue of 1902, the obligations are described as being for "*a total of 60 million gold francs represented by 120,000 bonds of 500 gold francs*". The bonds drawn for payment are to be paid "*in gold*", and the payment of coupons is to be made "*in gold*". The bonds of 1906 are entitled "*4½% gold loan*" for "*a total of 95 million gold francs represented by 190,000 bonds of 500 gold francs*". Similarly, the bonds of 1909 are set forth as a "*4½% gold loan*" for "*a total of 150 million gold francs represented by 300,000 bonds of 500 gold francs*". The description in the bonds of 1913 is that of a "*5% gold loan*" with the addition: "*This loan is represented by 500,000 bonds of 500 gold francs.*"

The coupons in each of these issues either provide for payment in gold, as in those of the loan of 1902, or carry the words "*....% Gold loan*", as in those of the loans of 1906, 1909 and 1913.

It is argued that there is ambiguity because in other parts of the bonds, respectively, and in the documents preceding the several issues, mention is made of francs without specification of gold. As to this, it is sufficient to say that the mention of francs generally cannot be considered as detracting from the force of the specific provision for gold francs. The special words, according to elementary principles of interpretation, control the general expressions. The bond must be taken as a whole, and it cannot be so taken if the stipulation as to gold francs is disregarded.

As the bonds themselves are not ambiguous, there is no occasion for reference to the preliminary documents. But if these are examined, it will appear that they tend to confirm the agreement for gold payments.

The loan of 1895 was the subject of an agreement at Carlsbad, between representatives of the Serbian Government and the banks, which contained the following provisions: "*The payment of matured coupons and bonds drawn shall be in gold*"; and the Serbian law of July 8th/20th, 1895, which authorized the issue, provided:

"The payment of matured coupons and bonds drawn for redemption shall be in gold at the places appointed therefor, at the holder's option and in the gold currency of the respective countries."

Le libellé des titres de cette émission étant clair, il n'est pas nécessaire de recourir à des déductions tirées du fait qu'il s'agissait d'un emprunt de conversion destiné à se substituer à des obligations existantes, non plus que de fonder une conclusion quelconque sur les termes des deux notices qui sont venues à la connaissance de la Cour et dont l'authenticité de l'une a été mise en doute. Aussi bien, rien, dans les circonstances concomitantes ni dans les documents préliminaires, ne peut être considéré comme contredisant ou affaiblissant les clauses or des titres. Il n'est pas davantage nécessaire de s'attacher à l'argument selon lequel l'émission de titres à Londres, en livres sterling, constituait une partie de l'émission autorisée de 1895. L'émission de Londres — émission faite dans une monnaie par excellence à étalon or et qui dénote apparemment l'intention de conclure un « emprunt or » — ne se prête certainement pas à des déductions contraires, mais, en fait, elle peut être considérée comme une émission distincte, et l'on peut exiger des porteurs français des titres de 1895 de s'en tenir aux termes de leurs propres titres sans affaiblir en quoi que ce soit la conclusion selon laquelle les termes de ces titres constituent une promesse précise de francs-or.

Dans le cas de l'emprunt de 1902, la loi serbe d'autorisation (26 juillet/8 août 1902) prévoit une émission « *de 60 millions de francs en or* ». Le contrat passé entre le Gouvernement serbe et les banquiers stipule également une émission d'un montant de 60 millions de francs-or et dispose que le paiement de l'intérêt sera effectué en francs-or à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève. Le prospectus relatif à l'émission porte qu'il s'agit de « *120.000 obligations de 500 francs-or* ».

Pour l'émission de 1906, la loi serbe d'autorisation (14/27 décembre 1906) mentionne cette émission comme étant de « *95 millions de francs en or* ». Le contrat passé avec les banquiers porte que le Gouvernement serbe émettra des titres pour un montant de 95 millions de francs-or, et que l'intérêt sera payé en francs-or à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève. Le prospectus décrit également l'émission comme étant de « *190.000 obligations de 500 francs-or* ».

Les documents qui ont précédé les émissions de 1909 et de 1913 contiennent des dispositions analogues. Ainsi, bien que

In view of the clear terms of the bonds of this issue, it is not necessary to resort to inferences from the fact that this was a conversion loan to take the place of outstanding obligations, or to base any conclusions on the terms of the two notices which the Court has had before it and the authenticity of one of which has been drawn in question. There is nothing, moreover, in any of the attending circumstances or preliminary documents, which can be regarded as contradicting or impairing the gold clauses of the bonds. Nor is it necessary to follow the argument that the issue of bonds in London, in pounds sterling, was a part of the authorized issue of 1895. The issue in London—an issue which was made in a currency *par excellence*, a gold standard currency, and which would rather denote an intention to contract a "gold loan"—certainly affords no opposing inferences, but it may be considered as a separate issue in fact, and the French holders of bonds of 1895 may be held to the terms of their own bonds, without in any manner invalidating the conclusion that these terms constituted a definite promise of gold francs.

In the case of the loan of 1902, the Serbian law of authorization (July 26th/August 8th, 1902) provides for an issue "*of sixty million gold francs*". The contract between the Serbian Government and the bankers also stipulates an issue amounting to 60 millions of gold francs and that the payments of interest will be made in gold francs at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva. The prospectus offering the bonds states that there will be "*120,000 bonds of 500 gold francs*".

The Serbian law authorizing the issue of 1906 (December 14th/27th, 1906) describes it as one of "*95,000,000 francs in gold*". The contract with the bankers states that the Serbian Government is to issue bonds to the amount of 95 millions of gold francs, and that interest will be paid in gold francs at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva. The prospectus also speaks of the issue as "*190,000 bonds of 500 gold francs*".

The documents preceding the loans of 1909 and 1913 contain similar provisions. Thus, while the language of the

l'énoncé des diverses émissions varie quelque peu, on doit conclure que, dans tous les cas, il s'agit d'une promesse de paiement en francs-or.

*Signification de l'expression « francs-or ».* — Il a été allégué que la promesse de payer des francs-or, ou ce que l'on appelle la « clause or », est dépourvue de pertinence juridique. On a fait valoir qu'il n'existait pas de franc-or international ; que la référence visait une monnaie et non pas de l'or marchandise ; que cette mention doit être comprise comme ayant trait à la monnaie française ; que l'unité monétaire française était d'argent et qu'il n'existait pas de « franc-or » en tant qu'unité monétaire. D'où l'on a conclu qu'en dépit des termes de l'engagement, la promesse doit être interprétée comme étant une promesse de payer en monnaie française.

Étant donné, d'une part, qu'il est élémentaire de ne pas rejeter comme superflus les termes d'un contrat qui qualifient la promesse ; étant donné, d'autre part, qu'il est impossible d'ignorer l'emploi positif du mot « or », la question est la suivante : Quelle portée doit-on attribuer à cette expression ? Il est admis que l'intention des Parties était de se protéger contre les fluctuations du dinar serbe, et que, pour obtenir des emprunts, il était nécessaire de prévoir par contrat un remboursement en monnaie étrangère. Mais, en s'engageant ainsi, les Parties ne se sont pas contentées de faire simplement usage du mot « franc » ou de prévoir au contrat un paiement en « francs français » ; elles ont stipulé en « francs-or ». Il est tout à fait illogique de supposer que leur intention ait été de prévoir simplement un paiement en espèces or, ou pièces d'or, sans référence à un étalon de valeur. Traiter la clause or comme si elle indiquait une pure modalité de paiement sans référence à un étalon de valeur or serait, non pas l'interpréter, mais la détruire.

En outre, l'énoncé des titres écarte une telle appréciation. Ainsi, les titres de l'émission de 1895 prévoient le paiement du principal et de l'intérêt, au choix des porteurs, non seulement à Paris en francs-or, mais encore à Berlin au taux de R.M. 8,10 en or par coupon et de R.M. 405.— par obligation. Il n'existait pas de pièces d'or de la dénomination requise en vue de ces paiements. Les titres de l'emprunt de 1902 prévoient pour



several issues varies somewhat, it must be concluded that the promise in each case is for the payment of gold francs.

*Significance of the term "gold francs".*—It is urged that the promise to pay gold francs or what is called the "gold clause" is without legal significance. It is said that there was no international gold franc; that the reference was to money and not to gold as merchandise; that the reference must be taken to be to French money; and that the French monetary unit was silver and that there was no "gold franc" as a monetary unit. Hence it is insisted that, despite the terms of the engagement, the promise must be construed as one to pay in French currency.

As it is fundamental that the terms of a contract qualifying the promise are not to be rejected as superfluous, and as the definitive use of the word "gold" cannot be ignored, the question is: What must be deemed to be the significance of that expression? It is conceded that it was the intention of the Parties to guard against the fluctuations of the Serbian dinar, and that, in order to procure the loans, it was necessary to contract for repayment in foreign money. But, in so contracting, the Parties were not content to use simply the word "franc", or to contract for payment in French francs, but stipulated for "gold francs". It is quite unreasonable to suppose that they were intent on providing for the giving in payment of mere gold specie, or gold coins, without reference to a standard of value. The treatment of the gold clause as indicating a mere modality of payment, without reference to a gold standard of value, would be, not to construe but to destroy it.

Moreover, the terms of the bonds make such an appreciation impossible. Thus, the bonds of 1895 call for the payment of principal and interest, at the option of the bondholders, not only at Paris in gold francs, but in Berlin at the rate of R.M. 8.10 in gold for each coupon and of R.M. 405 for each bond. There were no gold coins of the denomination required for such payments. The bonds of

l'intérêt trimestriel un paiement de francs 6,25 ; ceux des emprunts 1906 et 1909 stipulent un intérêt semestriel de francs 11,25 ; et ceux de l'emprunt 1913 prévoient un intérêt semestriel de francs 12,50. Il s'agissait de paiements or, mais il n'existait pas de pièces d'or de ces dénominations. Il est évident que, en prévoyant des paiements or, les Parties visaient non un paiement en pièces d'or, mais un paiement en or en tant qu'étalon de valeur. C'est par cette méthode, naturellement, qu'elles devaient chercher à éviter, comme c'était manifestement leur intention, les conséquences de la fluctuation du dinar serbe.

Il s'agit donc de savoir s'il existait un étalon de valeur que l'on pourrait proprement désigner par le terme « franc-or ». Pour l'emprunt de 1895, les paiements en francs-or devaient être effectués à Belgrade et à Paris ; et, pour les emprunts de 1902, 1906, 1909 et 1913, à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève. Tant à Bruxelles et à Genève qu'à Paris, l'unité monétaire était le franc. Tandis qu'il n'existait pas de franc-or international, le franc, dans chaque cas, ayant été défini par la loi des pays respectifs, la notion de franc et de franc-or avait néanmoins acquis un caractère international : en effet, trois pays avaient adopté une unité monétaire semblable avec la même définition de la pièce or de vingt francs en poids et en titre, et cette unité avait fait le sujet de la Convention de l'Union latine. Le « franc-or » constituait donc un étalon de valeur bien connu, auquel on pouvait à juste titre se référer dans des contrats d'emprunt lorsque l'on désirait prévoir, pour le remboursement, une base saine et stable.

Mais si, par conséquent, le « franc-or » était un étalon de valeur internationalement reconnue, sa définition n'en doit pas moins être recherchée dans les lois nationales. La définition initiale du franc-or, qui est la définition française et qui fut ultérieurement adoptée par la Belgique et la Suisse, ainsi que par la Convention de l'Union latine, figure dans la loi du 17 germinal an XI. Cette loi dispose comme suit :

« Cinq grammes d'argent, au titre de neuf dixièmes de fin, constitue l'unité monétaire, qui conserve le nom de franc.

1902 provide for payment of the quarterly interest of francs 6.25; the bonds of 1906 and 1909 for semi-annual interest of frs. 11.25; and those of 1913 for semi-annual interest of frs. 12.50. These were to be gold payments, but there were no gold coins for such amounts. It is manifest that the Parties, in providing for gold payments, were referring, not to payment in gold coins, but to gold as standard of value. It would be in this way, naturally, that they would seek to avoid, as was admittedly their intention, the consequences of a fluctuation in the Serbian dinar.

The question, then, is whether there was a standard of value which was properly denoted by the term "gold franc". The payments in gold francs were to be made, in the case of the bonds of 1895, at Belgrade and Paris; and in those of 1902, 1906, 1909 and 1913, at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva. Both at Brussels and Geneva, as well as at Paris, the monetary unit was the franc. While there was no international gold franc, as the franc in each case was established by the respective countries, the conception of the franc, and of the gold franc, had nevertheless achieved an international character as three countries had established a similar monetary unit, with the same definition of the gold piece of 20 francs in weight and fineness, and this unit had been made the subject of the Convention of the Latin Union. The "gold franc" thus constituted a well-known standard of value to which reference could appropriately be made in loan contracts when it was desired to establish a sound and stable basis for repayment.

But, while the "gold franc" was thus an internationally accepted standard of value, its definition was to be found in national laws. The French, and the initial definition of the "gold franc", which was later adopted by Belgium and Switzerland, and by the Convention of the Latin Union, was found in the law of the 17th Germinal, Year Eleven. This law provided as follows:

[*Translation.*]

"Five grams of silver, nine-tenths fine, shall constitute the monetary unit, which retains the name of franc.

*Titre I<sup>er</sup>. — De la fabrication des monnaies.*

*Article 6.* — Il sera fabriqué des pièces d'or de vingt francs et de quarante francs.

*Article 7.* — Leur titre est fixé à neuf dixièmes de fin et un dixième d'alliage.

*Article 8.* — Les pièces de vingt francs seront à la taille de cent cinquante-cinq pièces au kilogramme, et les pièces de quarante francs à celle de soixante-dix-sept et demie. »

Conformément à cette définition, adoptée et reconnue par d'autres pays comme il a été indiqué plus haut, le franc-or, à l'époque des émissions dont il s'agit, était la vingtième partie d'une pièce d'or pesant 6,45161 grammes au titre de 900/1000. C'est ce même franc-or, de poids et titre ainsi imposés par la loi, qui se trouve stipulé notamment dans l'article 262 du Traité de Versailles, dans l'article 214 du Traité de Saint-Germain et dans l'article 197 du Traité de Trianon.

La conclusion est que c'est là l'étalon de valeur or auquel se réfèrent les contrats d'emprunt.

Cet étalon de valeur ayant été adopté par les Parties, on ne saurait alléguer qu'il ne s'applique pas au paiement parce que la dépréciation de la monnaie française n'était pas ou, ainsi que l'on a insisté, ne pouvait même être prévue à l'époque de la conclusion des contrats. Il ne s'agit pas de ce que les Parties ont effectivement prévu ou pu prévoir, mais bien des moyens qu'elles ont choisis pour se protéger. Afin de garantir le remboursement des emprunts, elles ont stipulé un paiement en valeur or se référant à un étalon reconnu, comme il a été indiqué plus haut.

*Les clauses prévoyant le paiement sur certaines places au cours du change à vue sur Paris.* — Les titres des emprunts de 1902, 1906, 1909 et 1913 prévoient non seulement le paiement de l'intérêt en francs-or à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève, mais encore le paiement sur d'autres places indiquées, dans la monnaie respective desdites places, « au cours du change à vue sur Paris ». Pour les emprunts de 1902 et 1906, cette

*Head I.—The minting of money.*

*Article 6.*—Gold pieces of twenty and forty francs shall be minted.

*Article 7.*—The standard of these pieces is fixed at nine-tenths fine with one tenth of alloy.

*Article 8.*—The standard weight of the pieces of 20 francs shall be one hundred and forty-five to the kilogram and that of the 40 francs pieces  $77\frac{1}{2}$  to the kilogram.”

According to this definition, adopted and recognized by other countries as above stated, the gold franc, at the time of the bond issues in question, was the twentieth part of a piece of gold weighing 6.45161 grammes with a fineness of nine-tenths. It is this gold franc, with the weight and fineness thus enacted by law, which is stipulated particularly in Article 262 of the Treaty of Versailles, in Article 214 of the Treaty of St. Germain, and in Article 197 of the Treaty of Trianon.

It is concluded that this was the gold standard of value to which the loan contracts referred.

As this standard of value was adopted by the Parties, it is not admissible to assert that the standard should not govern the payments because the depreciation in French currency was not foreseen, or, as it is insisted, could not be foreseen at the time the contracts were made. The question is not what the Parties actually foresaw, or could foresee, but what means they selected for their protection. To safeguard the repayment of the loans, they provided for payment in gold value having reference to a recognized standard, as above stated.

*The provisions for payment in certain places at the rate of the sight exchange on Paris.*—The bonds of the issues of 1902, 1906, 1909 and 1913, not only provide for the payment of interest in gold francs at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, but also for payment in other designated places, in the money of such places respectively, “*at the sight rate of exchange on Paris*”. In the bonds of 1902 and 1906, the

clause vise Berlin, Vienne et Amsterdam ; pour celui de 1909, Berlin, Francfort-sur-le-Mein, Hambourg, Saint-Pétersbourg, Vienne et Amsterdam ; et, pour celui de 1913, Berlin et Vienne. Ces stipulations, allègue-t-on, indiquent que l'engagement avait trait au paiement du nombre de francs indiqué, au cours du change à vue sur Paris à la date d'échéance du paiement, et, partant, que le paiement devait être effectué sur la base de francs français, ou de francs-papier français, quelle que pût en être la valeur à l'époque. Mais la clause vise un paiement en or qui, ainsi qu'on l'a dit, doit être considéré comme un paiement en valeur or, se rapportant à l'étalon de valeur or à l'époque des emprunts. La simple disposition prévoyant le paiement sur les places indiquées au cours du change à vue sur Paris ne peut modifier le montant dû : elle doit, en effet, être interprétée à la lumière de la stipulation principale, qui vise le paiement d'une valeur or. L'objet de cette disposition est évidemment, non pas de changer le montant dont le paiement a été convenu, mais de mettre, selon les usages bancaires, l'équivalent de ce montant à la disposition du porteur, en la monnaie étrangère des places indiquées. Le montant du paiement convenu une fois fixé, un simple calcul permet de déterminer la somme équivalente en la monnaie étrangère desdites places. L'on en revient donc à la question de savoir quels sont les termes de l'accord. Celui-ci stipulait non pas simplement le paiement de la somme convenue en francs français ou en francs-papier, mais en francs-or, et comme l'on visait par là un étalon de valeur or bien connu, c'est par référence à cet étalon que le montant des francs à payer doit être calculé.

L'intention était évidemment de permettre au porteur de percevoir la même somme, que celle-ci fût payée à Belgrade, Paris, Bruxelles ou Genève. Tel était le résultat que l'on se proposait en stipulant en francs-or, lesquels se rapportaient à un même étalon de valeur or qui existait alors sur ces places. C'était ce montant et non un autre que le porteur devait toucher sur les autres places dont le franc n'était pas la monnaie, et la disposition relative au calcul du cours du change à vue sur Paris avait pour but de simplifier les choses, mais n'était évidemment pas destinée à procurer au porteur une somme supérieure ou inférieure à celle qu'il aurait le droit de

provision relates to Berlin, Vienna and Amsterdam; in those of 1909, to Berlin, Frankfort-on-the-Main, Hamburg, St. Petersburg, Vienna and Amsterdam; and in those of 1913, to Berlin and Vienna. It is argued that these provisions indicate that the engagement was for the payment of the number of francs stated at the rate of sight exchange on Paris on the date the payment fell due, and hence that the payment was to be made on the basis of French francs, or French paper francs, of whatever value they might be at that time. But the provision is for the payment in gold, which, as has been said, must be taken to be gold value, with reference to the gold standard of value at the time of the loans. The mere provision for payment in the places named at the rate of exchange on Paris cannot affect the amount due: it must in fact be construed in the light of the principal stipulation which is for payment at gold value. That provision is plainly, not for the purpose of altering the amount agreed to be paid, but for the placing of the equivalent of that amount according to banking practice at the command of the bondholder in the foreign money in the designated cities. When it is ascertained what was the amount agreed to be paid, it is then simply a matter of calculation to determine the equivalent amount in the foreign currency of these places. The question, then, comes back to the terms of the agreement. This agreement was not simply for the payment of the stipulated amount in French francs, or in paper francs, but in gold francs, and as this referred to a well-known gold standard of value, it is according to that standard that the francs to be paid are to be computed.

It was evidently contemplated that the bondholder would receive the same amount whether he was paid in Belgrade, Paris, Brussels or Geneva. This was the intended result of providing for gold francs, which referred to the same standard of gold value as then existing at these places. It was this amount, and not a different amount, that the bondholder was to receive in the other cities, which did not have the franc, and the provision for the calculation at the rate of exchange on Paris was a matter of convenience but was clearly not intended to give the bondholder more or less than he would be entitled to receive at Brussels or Geneva. As the gold

toucher à Bruxelles ou à Genève. Le franc-or se référant à un étalon uniforme, le calcul au cours du change sur Paris devait fournir la somme voulue avec un écart très petit — ou même sans écart — par comparaison avec Bruxelles et Genève.

La conclusion à laquelle la Cour est ainsi arrivée n'est point affectée par l'absence, pendant des périodes plus ou moins prolongées, de cotations d'espèces de francs en or, ou d'un franc à la parité de l'or, comme il en existait au moment où les emprunts furent émis ; car la valeur or peut toujours être établie, soit par comparaison avec le cours de la monnaie d'un pays où la monnaie d'or est effectivement en circulation, soit par comparaison avec le prix de l'or marchandise. La valeur or une fois établie, c'est son équivalent en monnaie ayant cours actuellement qui constitue le montant qui sera payable à Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève et sur les autres places énumérées dans les titres, dans la monnaie locale au cours du change à vue sur Paris.

*Paiements à Genève.* — Au sujet des clauses relatives au paiement, pour les emprunts de 1902, 1906, 1909 et 1913, il convient d'observer également que les porteurs français, comme les autres, ont droit à se faire payer l'intérêt des obligations à Genève sur la base de la valeur du franc-or. Il n'est prévu aucune distinction fondée sur la nationalité du porteur. A Genève, la valeur du franc-or s'est maintenue, et aucune question n'a surgi entre les Parties du fait d'une mesure législative suisse postérieure à la conclusion des contrats d'emprunt serbes.

*Option des porteurs pour les titres de l'emprunt 1895.* — A la lumière de l'interprétation des clauses stipulant le paiement en or, les dispositions particulières des titres de l'emprunt de 1895 conférant au porteur une option de paiement à Belgrade, Paris, Berlin et Vienne, ne soulèvent aucune difficulté. Quelle que soit leur nationalité, les porteurs ont droit au paiement de leurs coupons échus ainsi que des titres sortis au tirage, conformément aux termes du contrat, qui sont dépourvus d'ambiguïté. Sur chaque place désignée, la somme à laquelle a droit le porteur est distinctement spécifiée. A Belgrade et à Paris, ce montant est de dix francs-or pour chaque coupon échu.



franc referred to a uniform standard, the calculation at the rate of exchange on Paris would give the desired amount, with very slight, if any, differences as compared with Brussels and Geneva.

The conclusion at which the Court has thus arrived is not affected by the fact that, for more or less extended periods gold specie in francs or a franc at gold parity was not quoted on the money market, as was the case at the time when the loans were issued; for the value can always be fixed either by comparison with the exchange rates of currency of a country in which gold coin is actually in circulation, or, should this not be possible, by comparison with the price of gold bullion. Once the gold value is fixed, it is its equivalent in money in circulation which constitutes the amount which is payable at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva and at the other places enumerated in the bonds, in the local currency at the sight rate of exchange on Paris.

*Payments at Geneva.*—It is also to be observed with respect to provisions for payment in the bonds of the issues of 1902, 1906, 1909 and 1913, that the French bondholders, as well as others, are entitled to receive payment of the interest on these bonds at Geneva on the basis of the value of the gold franc. No distinction is made by reason of the nationality of the bondholder. At Geneva, the value of the gold franc has been maintained and no question has arisen between the Parties by reason of any Swiss legislation subsequent to the Serbian loan contracts.

*The bondholders' option under the bonds of the issue of 1895.*—In the light of the interpretation of the provisions for gold payment, no question of difficulty is presented in relation to the special stipulations of the bonds of 1895 giving to the holders an option of payment in Belgrade, Paris, Berlin and Vienna. The bondholders, whatever their nationality, are entitled to be paid their coupons as they fall due, and the bonds drawn for redemption, according to the terms of the contract which is free from ambiguity. In each place named, the amount to which the bondholder is entitled is distinctly specified. In Belgrade and Paris, the amount is ten francs in

et de 500 francs-or pour chaque titre de 500 francs sorti au tirage ; à Berlin, il est calculé au taux de 8,10 R.M. en or par coupon et de 405 R.M. par titre de 405 R.M. ; et à Vienne, au taux de quatre florins d'or par coupon et de 200 florins d'or par obligation de 200 florins. Les Parties n'ayant pas discuté si les changements intervenus dans les législations monétaires allemande et autrichienne ont eu un effet et, le cas échéant, lequel, sur les paiements à faire en marks-or et en florins-or, la Cour n'a pas à s'occuper de cette question.

Aucune partie des titres de l'emprunt de 1895 ne prévoit le paiement à Genève. D'autre part, les titres de la tranche qui a fait l'objet du contrat de 1897, titres qui furent émis à Londres, portent une mention spéciale, aux termes de laquelle ils sont également payables à Londres et en livres sterling. Seuls, les porteurs des titres appartenant à cette tranche, laquelle doit être considérée à cette fin comme une émission spéciale, ont droit au bénéfice de la mention dont il s'agit et qui ne se trouve pas sur les titres n'appartenant pas à cette tranche.

*L'exécution des contrats d'emprunt.*—Il apparaît qu'avant la guerre, le paiement à Paris du coupon de tous ces titres, ainsi que du principal des obligations sorties au tirage, a été effectué selon la méthode ordinaire, c'est-à-dire en billets de banque, au débit des comptes du Gouvernement serbe dans des banques déterminées. Au cours de cette période, la parité de la monnaie française avec l'or s'est maintenue, et le mode de paiement n'était pas incompatible avec le droit que possédaient les porteurs de percevoir un paiement sur la base du franc-or. Durant la guerre, le même usage se poursuivit pour les paiements effectués à Paris, mais ce fait n'a guère d'importance, car, pendant cette période et jusqu'aux environs de l'année 1919, il semble qu'il n'y ait eu qu'un faible écart entre la valeur de la monnaie française et la base or, si l'on se réfère au dollar-or ; mais, durant la période qui suivit, la monnaie française subit une dépréciation importante par rapport à sa valeur or antérieure, et finalement, en vertu de la loi du 25 juin 1928, le franc fran-

gold for each coupon as it becomes due, and 500 gold francs for each bond of 500 francs drawn for redemption; in Berlin, at the rate of 8.10 Reichmarks in gold for each coupon, and 405 Reichmarks for each bond of 405 Reichmarks; and in Vienna, four Austrian gold florins for each coupon and 200 Austrian gold florins for each bond of 200 florins. As the Parties have not discussed whether the changes which have been made in the currency legislation of Germany and Austria have had any effect, and if so, what effect, upon the payments to be made in gold marks and gold florins, the Court need not concern itself with this point.

No part of the bonds of the 1895 loan provides for payment at Geneva. Moreover, the bonds of the issue which formed the subject of the contract of 1897 and which were issued in London, bear a special clause to the effect that they are also payable in London and in pounds sterling. Only holders of bonds of this issue, which must be regarded for the present purpose as a special issue, are entitled to benefit by the clause in question, which does not appear in the bonds not belonging to this issue.

*The execution of the loan contracts.*—It appears that before the war, payment in Paris of the coupons of all these bonds, and of the principal of the bonds drawn for redemption, was made in the ordinary manner, that is, in bank-notes against deposits by the Serbian Government in the designated banks. During this period, the parity of French currency with gold was maintained and the manner of payment was not inconsistent with the right of the bondholders to receive payment on the basis of gold francs. During the war, the same practice continued as to payments made in Paris, but this fact has little significance, as during that period and until about 1919, there appears to have been only a slight difference in the value of French currency as compared with a gold basis, taking the gold dollar as a criterion; but in the subsequent period there was a great depreciation in French currency, in relation to the former gold value, until finally by the law of June 25th, 1928, the French franc was stabilized on a gold basis at approximately one-fifth of the value of the gold franc

çais fut stabilisé sur la base de l'or approximativement au cinquième de la valeur du franc-or existant avant la guerre. Durant cette période de dépréciation, les paiements effectués sur les emprunts serbes dont il s'agit continuèrent à être effectués en francs-papier français.

Cette manière d'agir des Parties, savoir l'acceptation par les porteurs de francs-papier dépréciés, est invoquée sous deux rapports distincts. On allègue en premier lieu que ce mode d'exécution du contrat devrait être considéré comme ayant une influence déterminante pour établir quelle était l'intention des Parties, et cela conformément au principe bien connu qui s'applique aux accords ambigus. En se fondant sur ce principe, on fait valoir que l'intention des Parties n'avait pas été de prévoir dans les contrats d'emprunt un paiement en francs-or. Mais les contrats d'emprunt ne sont pas ambigus sur ce point. Ils sont clairs et précis. On ne saurait invoquer le fait que des francs-or n'ont pas été versés pour démontrer que des francs-or n'ont pas été promis. Si l'on doit tenir compte de la manière d'agir ultérieure des Parties, c'est, non pas pour vérifier quels étaient les termes des contrats d'emprunt, mais bien pour rechercher si les Parties, par leur attitude, ont modifié ou affaibli leurs droits.

A ce dernier point de vue, l'on a tenté d'appliquer le principe connu en droit anglo-saxon sous le nom d'« estoppel ». L'argument développé par le Gouvernement de l'État serbe-croate-slovène à cet effet amène la Cour à examiner les circonstances. Le compromis soumettant l'affaire à la Cour a été signé au mois d'avril 1928, mais il semble que, longtemps auparavant, la question ait fait l'objet de négociations diplomatiques entre les deux Gouvernements, et la période qui peut présenter de l'importance au sujet de l'attitude des porteurs français est comprise entre 1919 environ et 1925 environ. Au nom des porteurs, on fait valoir que ceux-ci étaient en grand nombre, qu'il leur fallait du temps pour s'entendre en vue d'une action concertée ; qu'il leur fallait intéresser le Gouvernement français à leur cause ; que ce dernier devait examiner l'affaire et décider s'il entrerait en négociations diplomatiques au nom des porteurs, et que le délai, qui, vu les rouages de l'activité gouvernementale, n'est pas extraordinaire, ne devrait pas conduire à dénier des droits autrement établis.

as it stood prior to the war. During this period of depreciation, payments on the Serbian loans in question continued to be made in French paper francs.

This conduct of the Parties, that is, the acceptance by the bondholders of depreciated paper francs, is invoked upon two distinct grounds. The first is that this method of executing the contract should be deemed to be controlling in determining the intention of the Parties, in accordance with the familiar principle applicable to ambiguous agreements. On this principle it is argued that the Parties did not intend by the loan contracts to provide for payment in gold francs. But the loan contracts are not ambiguous on this point. They are clear and definite. The fact that gold francs were not paid cannot be admitted to show that gold francs were not promised. If the subsequent conduct of the Parties is to be considered, it must be not to ascertain the terms of the loans, but whether the Parties by their conduct have altered or impaired their rights.

In the latter view, the principle known in Anglo-Saxon law as estoppel is sought to be applied. The argument developed by the Serb-Croat-Slovene Government in this connection leads the Court to consider the circumstances. The Special Agreement for the submission to the Court was signed in April 1928, but it seems that for a considerable time previously the question had been the subject of diplomatic negotiations between the two Governments, and the period which may have significance with respect to the conduct of the French bondholders is during the years from about 1919 to about 1925. On behalf of the bondholders, it is urged that there were large numbers of them; that it required time for them to arrange for concerted action; that it was necessary for them to interest the French Government in their case; that the French Government had to consider the matter and determine whether it would proceed to diplomatic negotiations on behalf of the bondholders; and that the delay, considering the incidents of governmental activity, is not extraordinary

Ce raisonnement n'est pas sans fondement et, lorsque l'on examine les conditions requises en vue d'établir la perte d'un droit en vertu du principe de l'« estoppel », il est très clair que l'application de ce principe à l'espèce manque de base. Les porteurs n'ont pas fait de déclaration claire, et non équivoque sur laquelle l'État débiteur pût à bon droit se fonder et se soit fondé. L'État débiteur n'a pas modifié sa position. La dette serbe reste telle qu'elle avait été contractée à l'origine. La seule mesure prise par l'État débiteur a été de payer une somme inférieure à celle qui était due aux termes des contrats d'emprunt. Il n'apparaît même pas que les porteurs eussent pu effectivement faire valoir leurs droits plus tôt qu'ils ne l'ont fait; encore moins existe-t-il un motif pour conclure que les porteurs ont délibérément renoncé à ces droits. On peut également observer que le contrat entre emprunteur et prêteur est incorporé dans des titres au porteur qui donnent à ce dernier le droit de réclamer, en vertu de sa seule situation de porteur, tous les droits énoncés dans le titre.

On fait valoir aussi que, pendant la période de dépréciation monétaire, les Gouvernements britannique et français ont avancé à l'État débiteur les sommes nécessaires en vue de faire face aux paiements venant à échéance du fait des titres, et que ces sommes, payables à Paris, ont été calculées en francs français dépréciés. Mais il est évident que cette manière d'agir ne saurait être considérée comme affectant les droits des porteurs. On a allégué aussi, apparemment à titre de considération morale, que les titres ont fait l'objet de spéculations et que les souscripteurs primitifs ont déjà subi leurs pertes. Il n'a pas été démontré dans quelle mesure cette assertion est exacte; mais il s'agit là d'un point dont la Cour ne peut s'occuper lorsqu'elle traite, conformément aux dispositions du compromis, d'une question de droit. Ainsi qu'il en avait le droit, le Gouvernement français a pris en mains la cause de ses ressortissants, et les questions juridiques soumises au jugement de la Cour par les deux États en vertu du compromis ne dépendent pas de semblables opérations de bourse.

*Force majeure.* — On ne saurait prétendre que la guerre elle-même, quelque graves qu'aient été ses conséquences économiques,

and should not lead to a denial of rights otherwise established. This position is not an unreasonable one, and when the requirements of the principle of estoppel to establish a loss of right are considered, it is quite clear that no sufficient basis has been shown for applying the principle in this case. There has been no clear and unequivocal representation by the bondholders upon which the debtor State was entitled to rely and has relied. There has been no change in position on the part of the debtor State. The Serbian debt remains as it was originally incurred; the only action taken by the debtor State has been to pay less than the amount owing under the terms of the loan contracts. It does not even appear that the bondholders could have effectively asserted their rights earlier than they did, much less that there is any ground for concluding that they deliberately surrendered them. It may also be observed that the contract between borrower and lender finds its expression in bearer bonds, which entitle the bearer to claim, simply because he is a bearer, all the rights accruing under the bond.

It is also argued that, during the period of depreciated currency, the French and British Governments advanced to the debtor State amounts needed to meet the accruing payments on the bonds and that these amounts payable in Paris were calculated in depreciated paper francs. But it is manifest that this action could not be regarded as affecting the rights of the bondholders. It is also stated, apparently as a moral consideration, that there has been speculation in these bonds, and that the original subscribers have already taken their losses. How far this is true is not shown, but it is a matter with which the Court cannot concern itself in dealing, as provided in the Special Agreement, with the question of legal right. The French Government, as it was entitled to do, has taken up the cause of its nationals, and the legal questions submitted by the Special Agreement of the two States for determination by the Court do not turn on such market transactions.

*Force majeure.*—It cannot be maintained that the war itself, despite its grave economic consequences, affected the legal

ait juridiquement affecté les obligations nées des contrats conclus entre le Gouvernement serbe et les porteurs français. Les bouleversements économiques provoqués par la guerre n'ont pas libéré l'État débiteur, bien qu'ils puissent comporter des considérations d'équité qui, sans doute, seront examinées comme il convient lors des négociations et — le cas échéant — de la sentence arbitrale prévues à l'article II du compromis.

On prétend que, sous l'application du régime du cours forcé en France, instauré par la loi du 5 août 1914, le paiement en francs-or, c'est-à-dire en espèces, est devenu impossible. Mais, si les contrats d'emprunt sont considérés comme se référant au franc-or en tant qu'étalon de valeur, le paiement d'un montant équivalent de francs calculé sur cette base pouvait encore être effectué. Ainsi, lorsque le Traité de Versailles est entré en vigueur, on aurait pu dire que les « francs-or » tels que les stipulait l'article 262, savoir du poids et du titre légalement établis au 1<sup>er</sup> janvier 1914, étaient désormais impossibles à obtenir et n'ont pu l'être depuis en tant que pièces d'or. Mais l'on ne saurait guère prétendre que, pour ce motif, l'obligation prévue par le Traité était remplie parce qu'elle était impossible à exécuter. Le Traité de Versailles est un traité entre États, et, dans la présente affaire, il s'agit de contrats d'emprunt conclus entre un État et des personnes ou prêteurs privés. Mais, si l'on examine la question comme s'agissant non de la source ou base de l'obligation primitive, mais bien de l'impossibilité d'exécution, il apparaît tout aussi impossible de se procurer des « francs-or » tels qu'ils sont stipulés à l'article 262 du Traité de Versailles que d'obtenir des francs-or de la nature de ceux qu'exigent les contrats d'emprunt serbes.

*La loi applicable.* — Ayant ainsi établi le sens que, d'après une saine interprétation, il faut attribuer au libellé des titres, la Cour procédera à l'examen des thèses subsidiaires du Gouvernement serbe-croate-slovène, selon lesquelles les obligations contractées seraient soumises à la loi française, laquelle s'opposerait à la validité d'une clause de payer en or ou de payer à la valeur de l'or, du moins pour autant que le paiement devrait être fait en argent français et en France.



obligations of the contracts between the Serbian Government and the French bondholders. The economic dislocations caused by the war did not release the debtor State, although they may present equities which doubtless will receive appropriate consideration in the negotiations and—if resorted to—the arbitral determination for which Article II of the Special Agreement provides.

It is contended that under the operation of the forced currency régime of France, pursuant to the law of August 5th, 1914, payment in gold francs, that is, in specie, became impossible. But if the loan contracts be deemed to refer to the gold franc as a standard of value, payments of the equivalent amount of francs, calculated on that basis, could still be made. Thus, when the Treaty of Versailles became effective, it might be said that "gold francs", as stipulated in Article 262, of the weight and fineness as defined by law on January 1st, 1914, were no longer obtainable, and have not since been obtainable as gold coins *in specie*. But it could hardly be said that for this reason the obligation of the Treaty was discharged in this respect on the ground of impossibility of performance. That is the case of a treaty between States, and this is a case of loan contracts between a State and private persons or lenders. But, viewing the question, not as one of the source or basis of the original obligation, but as one of impossibility of performance, it appears to be quite as impossible to obtain "gold francs" of the sort stipulated in Article 262 of the Treaty of Versailles as it is to obtain gold francs of the sort deemed to be required by the Serbian loan contracts.

*The law applicable.*—Having thus established the meaning which, on a reasonable construction, is to be attached to the terms of the bonds, the Court will now proceed to consider the subsidiary contentions of the Serb-Croat-Slovene Government to the effect that the obligations entered into are subject to French law which—it is alleged—renders a clause for payment in gold or at gold value null and void, at all events in so far as payment is to be effected in French money and in France.

En ce qui concerne la question de savoir si c'est la loi française qui régit les obligations contractuelles de l'espèce, la Cour fait observer ce qui suit :

Tout contrat qui n'est pas un contrat entre des États en tant que sujets du droit international a son fondement dans une loi nationale. La question de savoir quelle est cette loi fait l'objet de la partie du droit qu'aujourd'hui on désigne le plus souvent sous le nom de droit international privé ou de théorie du conflit des lois. Les règles en peuvent être communes à plusieurs États et même être établies par des conventions internationales ou des coutumes, et dans ce dernier cas avoir le caractère d'un vrai droit international, régissant les rapports entre des États. Mais, à part cela, il y a lieu de considérer que lesdites règles font partie du droit interne.

La Cour, saisie d'un différend impliquant la question de savoir quelle est la loi qui régit les obligations contractuelles dont il s'agit, ne saurait déterminer cette loi qu'en s'inspirant de la nature même de ces obligations et des circonstances qui ont accompagné leur création, sauf à tenir compte également de la volonté exprimée ou présumée des Parties. C'est d'ailleurs ce que semblent devoir faire aussi les tribunaux nationaux en l'absence de règles du droit national relatives à la solution des conflits de loi.

Avant de procéder à ladite détermination, il y a cependant lieu de rappeler qu'il se peut que la loi qui pourrait être jugée, par la Cour, applicable aux obligations de l'espèce, soit, sur un territoire déterminé, tenue en échec par une loi nationale de ce territoire, loi d'ordre public et d'application inéluctable bien que le contrat ait été conclu sous le régime d'une loi étrangère.

D'autre part, il y a lieu de remarquer que, même abstraction faite de règles d'ordre public, il est bien possible que ce ne soit pas la même loi qui régisse l'obligation sous tous les rapports. La distinction qui semble s'imposer pour les besoins de l'affaire est notamment celle entre la substance de la dette et certaines modalités de son paiement.

As regards the question whether it is French law which governs the contractual obligations in this case, the Court makes the following observations:

Any contract which is not a contract between States in their capacity as subjects of international law is based on the municipal law of some country. The question as to which this law is forms the subject of that branch of law which is at the present day usually described as private international law or the doctrine of the conflict of laws. The rules thereof may be common to several States and may even be established by international conventions or customs, and in the latter case may possess the character of true international law governing the relations between States. But apart from this, it has to be considered that these rules form part of municipal law.

The Court, which has before it a dispute involving the question as to the law which governs the contractual obligations at issue, can determine what this law is only by reference to the actual nature of these obligations and to the circumstances attendant upon their creation, though it may also take into account the expressed or presumed intention of the Parties. Moreover, this would seem to be in accord with the practice of municipal courts in the absence of rules of municipal law concerning the settlement of conflicts of law.

Before proceeding to determine which this law is, it should however be observed that it may happen that the law which may be held by the Court to be applicable to the obligations in the case, may in a particular territory be rendered inoperative by a municipal law of this territory—that is to say, by legislation enacting a public policy the application of which is unavoidable even though the contract has been concluded under the auspices of some foreign law.

Again it should be observed that even apart from rules of public policy, it is quite possible that the same law may not govern all aspects of the obligation. The distinction which seems indicated for the purposes of this case is more particularly that between the substance of the debt and certain methods for the payment thereof.

C'est la loi régissant les obligations à l'époque où elles ont été contractées qu'il faut d'abord déterminer. De l'avis de la Cour, cette loi est la loi serbe et non la loi française, du moins en ce qui regarde la substance de la dette et la validité de la clause qui la définit.

Il s'agit d'emprunts contractés par l'État serbe en vertu de lois spéciales qui en fixent les conditions. Ces lois sont invoquées dans les titres, et de ce fait la validité des obligations inscrites auxdits titres est incontestable en droit serbe. Les titres sont des titres au porteur signés à Belgrade par des représentants du Gouvernement serbe. Il résulte de la nature même des titres au porteur qu'au regard de tous les porteurs, la substance de la dette est nécessairement la même, et que la personne du porteur et la place où il a acquis son titre sont sans importance. Seule la personne de l'emprunteur est fixée ; c'est dans l'espèce un État souverain, qui ne peut être présumé avoir soumis la substance de sa dette et la validité des engagements pris par lui à ce sujet, à une loi autre que sa loi propre.

Toutefois, l'État serbe aurait pu vouloir soumettre ses emprunts à une autre loi, soit en général, soit sous certains rapports ; si cela était prouvé, rien ne pourrait s'y opposer. Dans l'espèce, cependant, il n'y a pas de disposition expresse à cet effet. La question est donc de savoir si, du contenu du titre ou d'autres circonstances opposables aux porteurs, il y a lieu de conclure que l'État serbe a voulu soumettre les emprunts dont il s'agit, soit en général, soit sous certains rapports, à la loi française, — la seule dont, au cours des débats, il ait été question.

Le Gouvernement serbe a, à ce sujet, invoqué plusieurs circonstances qui, cependant, après examen, ne justifient pas la conclusion qu'il en tire et, en tout état de cause, ne sont pas opposables aux porteurs. Il en est ainsi en ce qui concerne différentes dispositions qui se trouvent dans les contrats avec les banques, par exemple celle relative à la cotation des titres à la Bourse de Paris comme cause éventuelle de la résiliation du contrat, cette disposition s'expliquant par l'importance attachée à la cotation à Paris au point de vue de l'écoulement

In the first place, the law governing the obligations at the time at which they were entered into must be determined. In the Court's opinion, this law is Serbian law and not French law, at all events in so far as concerns the substance of the debt and the validity of the clause defining it.

The loans in question are loans contracted by the State of Serbia under special laws which lay down the conditions relating to them. These laws are cited in the bonds; and it appears that the validity of the obligations set out in the said bonds is indisputable in Serbian law. The bonds are bearer bonds signed at Belgrade by representatives of the Serbian Government. It follows from the very nature of bearer bonds that, in respect of all holders, the substance of the debt is necessarily the same, and that the identity of the holder and the place where he obtained it are without relevancy. Only the individuality of the borrower is fixed: in this case it is a sovereign State which cannot be presumed to have made the substance of its debt and the validity of the obligations accepted by it in respect thereof, subject to any law other than its own.

Nevertheless, Serbia might have desired to make its loans subject to some other law, either generally, or in certain respects: if that were proved, there would seem to be nothing to prevent it. In this case, however, there is no express provision to this effect. The question therefore is whether, from the contents of the bond or other circumstances which are binding on the bondholders, the conclusion can be drawn that the State of Serbia intended that the loans in question should be, either generally speaking, or in certain respects, subject to French law—which is, according to the arguments, the only law in question.

The Serbian Government has in this connection cited various circumstances which, however, upon examination, do not support the conclusion which it deduces from them and in any case appear not to be binding on the bondholders. This is the case with regard to the various provisions contained in the contracts with the banks, for instance, that concerning the quotation of bonds on the Paris Exchange as a possible ground for the rescission of the contract, the explanation of this provision being the importance attached to quotation

des titres ; on a d'ailleurs prévu la cotation également aux bourses d'autres pays. Il en est encore de même quant aux dispositions concernant la concentration dans une banque à Paris des sommes nécessaires pour le service des intérêts et des amortissements, dispositions qui, d'ailleurs, ne regardent que les emprunts 1902, 1906 et 1913, tandis que, pour l'emprunt de 1895, la remise de fonds pour le service devait se faire aussi à Berlin et à Vienne, et, pour l'emprunt de 1909, également à une banque à Berlin. Telle est, enfin, la situation pour ce qui est de la disposition qui se trouve dans un des contrats, et selon laquelle l'État serbe, pour les notifications à faire au sujet du contrat, élit domicile à la Légation de Serbie à Paris. Il est évident que toutes ces stipulations ne disent rien en ce qui concerne l'applicabilité de la loi française aux emprunts auxquels elles se réfèrent. Pour autant qu'il s'agit des lieux où les contrats avec les banques ont été conclus — circonstance, d'ailleurs, sur laquelle le Gouvernement serbe-croate-slovène ne semble pas vouloir s'appuyer —, ils sont, pour l'emprunt de 1895, Carlsbad et Paris ; pour les emprunts de 1902 et 1909, Paris ; pour l'emprunt de 1906, Genève ; et pour l'emprunt de 1913, Belgrade. Et les banques n'ont pas été toutes des banques françaises. A l'accord de Carlsbad en juin 1895 ont pris part, outre quelques banques françaises, aussi des banques de Berlin et de Vienne ; au contrat de Paris, en avril 1896, une banque de Vienne ; au contrat de Paris, en juin 1897, des banques anglaises ; au contrat de Paris, en septembre 1902, des banques de Berlin et de Vienne ; au contrat de Genève, en novembre 1906, une banque franco-suisse ; et au contrat de Paris, en novembre 1909, des banques de Berlin et de Francfort.

L'émission non plus n'a pas été faite exclusivement en France, à en juger d'après les prospectus qui ont été produits. Le prospectus pour l'emprunt de 1906 indique que la souscription aura lieu aussi en Suisse ; pour l'emprunt de 1909, il a été produit deux prospectus, dont l'un indique que la souscription se fera aussi à Genève, et l'autre, rédigé en allemand, qu'elle aura lieu en différentes villes d'Allemagne ; le prospectus de l'emprunt de 1913 indique en outre Genève et Belgrade comme places de souscription, autres que Paris et les places de province françaises. Pour l'emprunt de 1902, le prospectus

at Paris with a view to placing the bonds; moreover, provision is also made for the quotation of bonds on the Exchanges of other countries. The same also applies with respect to the provisions as to the deposit with a bank at Paris of the sums necessary for the payment of interest and redemption, and these provisions moreover only relate to the 1902, 1906 and 1913 loans, while in the case of the 1895 loan, funds for the service of this loan were also to be transmitted to Berlin and Vienna and, in the case of the 1909 loan, also to a bank at Berlin. Lastly, the same applies in regard to the provision contained in one of the contracts to the effect that Serbia, for the purpose of the notices to be issued respecting the contract, gives as its official address the Serbian Legation at Paris. It is clear that all these stipulations contain nothing with respect to the applicability of French law to the loans to which they refer. In so far as concerns the places where the contracts with the banks were concluded—a circumstance on which however it does not seem to be the intention of the Serb-Croat-Slovene Government to rely—, these are, for the 1895 loan, Carlsbad and Paris; for the 1902 and 1909 loans, Paris; for the 1906 loan, Geneva, and for the 1913 loan, Belgrade. And the banks were not all French banks. In the Carlsbad agreement in June 1895, in addition to some French banks, Berlin and Vienna banks took part; in the Paris contract in April 1896, a Vienna bank; in the Paris contract in June 1897, English banks took part; in the Paris contract in September 1902, banks of Berlin and Vienna; in the Geneva contract in November 1906, a Franco-Swiss bank, and in the Paris contract in November 1909, banks of Berlin and Frankfurt.

Nor were the loans issued exclusively in France, judging from the prospectuses which have been produced. The prospectus of the 1906 loan indicates that subscription would also take place in Switzerland; as regards the 1909 loan, two prospectuses have been produced, one of which states that subscriptions would also be received at Geneva, and the other, written in German, that subscriptions would take place in various towns in Germany; the prospectus of the 1913 loan also indicates Geneva and Belgrade as places where subscriptions would be received, in addition to Paris and French provincial towns.

produit n'indique pas les places où la souscription aura lieu ; pour l'emprunt de 1895, la Cour ne possède que celui (en anglais) qui se réfère à la tranche spéciale émise à Londres, et des « notices » de 1896 et 1902 qui ne mentionnent pas les places de souscription. Mais, cet emprunt étant un emprunt de conversion d'emprunts antérieurs, on peut présumer que l'émission a eu lieu dans les pays où ces emprunts antérieurs avaient été émis, et notamment aussi à Berlin et à Vienne.

En somme, la Cour constate qu'il n'y a pas pour les emprunts serbes en question de circonstances qui permettent d'établir que, dans l'intention de l'État emprunteur et d'une manière obligatoire pour les porteurs, les obligations contractées aient été soumises à la loi française, soit en général, soit en ce qui concerne la substance de la dette et la validité des stipulations y afférentes.

Mais la constatation du fait que les engagements pris ne prévoient pas une soumission volontaire à la loi française, en ce qui concerne la substance de la dette, n'exclut pas que la monnaie dans laquelle le paiement doit ou peut être fait en France dépende de la loi française. En effet, c'est un principe généralement reconnu que tout État a le droit de déterminer lui-même ses monnaies. L'application des lois de cet État ne soulève pas de difficultés tant qu'elle n'affecte pas la substance de la dette à payer et qu'elle n'entre pas en conflit avec la loi qui régit ladite dette. Or, en l'espèce, il n'y a pas lieu d'envisager cette éventualité, car la thèse du Gouvernement serbe-croate-slovène, selon laquelle la loi française empêcherait d'exécuter la stipulation or, telle qu'elle a été interprétée ci-dessus, ne paraît pas justifiée.

A l'appui de sa thèse, le Gouvernement serbe-croate-slovène invoque notamment les textes législatifs français suivants :

La loi de germinal an XI déjà citée ci-dessus.

L'article 1895 du Code civil, ainsi conçu :

« L'obligation qui résulte d'un prêt en argent, n'est toujours que de la somme numérique énoncée au contrat.

S'il y a eu augmentation ou diminution d'espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme



As regards the 1902 loan, the prospectus produced does not indicate the places where subscription was to take place; in regard to the 1895 loan, the Court has only the one (in English) relating to the special issue made in London, and "notices" of 1896 and 1902 which do not mention the places for subscription. But this loan being a loan for the conversion of previous loans, it may be presumed that the issue took place in the countries where these previous loans had been issued and also at Berlin and Vienna, amongst other places.

All things considered, the Court finds that, in regard to the Serbian loans in question, there are no circumstances which make it possible to establish that, either generally speaking or as regards the substance of the debt and the validity of the provisions relating thereto, the obligations entered into were, in the intention of the borrowing State, or in a manner binding upon the bondholders, made subject to French law.

But the establishment of the fact that the obligations entered into do not provide for voluntary subjection to French law as regards the substance of the debt, does not prevent the currency in which payment must or may be made in France from being governed by French law. It is indeed a generally accepted principle that a State is entitled to regulate its own currency. The application of the laws of such State involves no difficulty so long as it does not affect the substance of the debt to be paid and does not conflict with the law governing such debt. In the present case this situation need not be envisaged, for the contention of the Serbian Government to the effect that French law prevents the carrying out of the gold stipulation, as construed above, does not appear to be made out.

In support of its contention, the Serb-Croat-Slovene Government cites amongst others the following French laws:

The law of Germinal of the Year XI, already mentioned above.

Article 1895 of the Civil Code, which is as follows:

[*Translation.*]

"The obligation resulting from a loan in money is always simply for the amount in figures indicated in the contract.

If there has been an increase or diminution of specie before the time of payment, the debtor must return the

numérique prêtée, et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement. »

L'article 475, paragraphe 11, du Code pénal, ainsi conçu :

« Seront punis d'amende, depuis 6 francs jusqu'à 10 francs inclusivement.... »

11° Ceux qui auraient refusé de recevoir les espèces et monnaies nationales, non fausses ni altérées, selon la valeur pour laquelle elles ont cours.... »

La loi du 12 août 1870 :

« *Article premier.* — A partir du jour de la promulgation de la présente loi, les billets de la Banque de France seront reçus comme monnaie légale par les caisses publiques et les particuliers. »

La loi du 5 août 1914 :

« *Article 3.* — Jusqu'à ce qu'il en soit disposé autrement par une loi, la Banque de France et la Banque de l'Algérie sont dispensées de l'obligation de rembourser leurs billets en espèces. »

La loi du 12 février 1916 :

« *Article unique.* — En temps de guerre, toute personne convaincue d'avoir acheté, vendu ou cédé, d'avoir tenté ou proposé d'acheter, de vendre ou de céder des espèces et monnaies nationales, à un prix dépassant leur valeur légale, ou moyennant une prime quelconque, sera condamnée à une peine de six jours à six mois d'emprisonnement et à une amende de cent francs à cinq mille francs ou à l'une de ces deux peines seulement.

La confiscation des espèces et monnaies nationales sera obligatoirement prononcée à l'encontre des délinquants au profit de l'assistance publique.

L'article 463 du Code pénal est applicable au délit prévu par la présente loi ; la loi de sursis n'est applicable que pour la prison. »

A côté de ces textes, le Gouvernement serbe-croate-slovène s'est appuyé sur un grand nombre d'opinions émises par des auteurs français et aussi sur certaines décisions judiciaires qui, selon lui, démontreraient que, d'après une correcte

amount in figures lent and must return this amount only in the specie in currency at the time of payment.”

Article 475, paragraph II, of the Penal Code, which is as follows:

[*Translation.*]

“The following shall be punished by a fine of from 6 to 10 francs....

II. Those who have refused to receive the national coin and currency, being neither counterfeit nor debased .... at the value for which they are in circulation....”

The law of August 12th, 1870:

[*Translation.*]

“*Article 1.*—As from the date of promulgation of this law, the notes of the Bank of France shall be accepted as legal tender by public offices and private persons.”

The law of August 5th, 1914:

[*Translation.*]

“*Article 3.*—Until otherwise provided by law, the Bank of France and the Bank of Algeria are released from the obligation to give specie in exchange for their notes.”

The law of February 12th, 1916:

[*Translation.*]

“*Single Article.*—In war time, any person convicted of having bought, sold or parted with, or having attempted or proposed to buy, sell or part with national specie or currency, at a price exceeding their legal value, or for any consideration whatsoever, shall be sentenced to a penalty of from six days to six months imprisonment and to a fine of from one hundred to five thousand francs or to one of these two penalties only.

Sentence of confiscation of such national currency and specie shall *ipso facto* be passed against the delinquents and the currency or specie shall be devoted to the fund for relief of the poor.

Article 463 of the Penal Code shall apply as regards the offence dealt with by the present law; the law of suspension of execution of the sentence is only applicable in so far as concerns imprisonment.”

In addition to these legislative provisions, the Serb-Croat-Slovene Government has cited a large number of opinions expressed by French writers and also certain judicial decisions which, in its contention, show that, upon a correct judicial

interprétation juridique, le cours légal des billets de banque, quand s'y joint la dispense de rembourser les billets en espèces (cours forcé), obligerait tout débiteur à accepter comme juste paiement d'une dette en francs français, conformément à leur valeur nominale, les billets de banque non remboursables, et rendrait inefficace ou nulle, du moins en France, toute stipulation qui comporterait une distinction entre ces billets et les monnaies métalliques.

D'autre part, d'après le Gouvernement français, cette interprétation ne serait pas juste et serait contraire à la jurisprudence établie par la Cour de cassation et autres tribunaux français depuis 1920. Il a, lui aussi, cité nombre d'auteurs et de décisions judiciaires, et a conclu à ce que, par ladite jurisprudence, il est maintenant définitivement établi que, bien que toute stipulation or soit nulle quand elle concerne une transaction intérieure, il n'en est pas ainsi quand il s'agit de contrats internationaux, même si le paiement doit intervenir en France. Et il a insisté sur ce que, si c'est le droit français qui doit être appliqué, il doit l'être tel qu'il est interprété par les tribunaux.

La Cour, amenée en cette occurrence à se prononcer sur le sens et la portée d'une loi nationale, fait observer ce qui suit : Il ne serait pas conforme à la tâche pour laquelle elle a été établie, et il ne correspondrait pas non plus aux principes gouvernant sa composition, qu'elle dût se livrer elle-même à une interprétation personnelle d'un droit national, sans tenir compte de la jurisprudence, en courant ainsi le risque de se mettre en contradiction avec l'interprétation que la plus haute juridiction nationale aurait sanctionnée et qui, dans ses résultats, lui paraîtrait raisonnable. Il serait particulièrement délicat de le faire là où il s'agit d'ordre public — notion dont la définition dans un pays déterminé dépend dans une large mesure de l'opinion qui prévaut à chaque moment dans ce pays même — et quand les textes ne se prononcent pas directement sur la question dont il s'agit. Ce sont les lois françaises, telles qu'elles sont appliquées en France, qui constituent en réalité le droit français, et si celui-ci ne s'oppose pas à ce que, en France, l'acquittement de l'obligation ait lieu conformément aux clauses stipulées, il est sans importance

construction, the legal currency of bank-notes taken in conjunction with the release from the obligation to exchange notes for specie (forced currency) compels every creditor to accept as due payment of a debt in French francs, inconvertible bank-notes, at their face value, and renders inoperative or null and void, at all events in France, any provision involving a distinction between these notes and metal currency.

For its part, the French Government has sought to show that this construction is not sound and that it is contrary to the law as stated by the Court of Cassation and other French courts since 1920. This Government also has cited a number of publicists and judicial decisions and has submitted that it is now definitely established by these decisions that although a gold stipulation is null and void when it relates to a domestic transaction, this does not hold good in the case of international contracts, even when payment is to be effected in France. And it has represented that if the law which must be applied is French law, it must be applied as construed by the courts.

The Court, having in these circumstances to decide as to the meaning and scope of a municipal law, makes the following observations: For the Court itself to undertake its own construction of municipal law, leaving on one side existing judicial decisions, with the ensuing danger of contradicting the construction which has been placed on such law by the highest national tribunal and which, in its results, seems to the Court reasonable, would not be in conformity with the task for which the Court has been established and would not be compatible with the principles governing the selection of its members. It would be a most delicate matter to do so, especially in cases concerning public policy—a conception the definition of which in any particular country is largely dependent on the opinion prevailing at any given time in such country itself—and in cases where no relevant provisions directly relate to the question at issue. It is French legislation, as applied in France, which really constitutes French law, and if that law does not prevent the fulfilment of the obligations in France in accordance with the stipulations made in the

que le texte des lois puisse se prêter à une interprétation différente.

Dans ces conditions, la Cour se borne à constater que, d'après les informations qui lui ont été fournies par les Parties, la jurisprudence, après quelques oscillations, s'est maintenant fixée dans le sens indiqué par le Gouvernement français, et que, partant, rien ne s'oppose en France à ce que le créancier puisse, en l'espèce, exiger la valeur or stipulée.

Il y a lieu, cependant, d'ajouter que depuis la conclusion du compromis en mars 1928, il a été promulgué en France, le 25 juin 1928, une nouvelle loi monétaire qui, dans son article premier, abroge l'article 3 de la loi du 5 août 1914 sur le cours forcé et qui, dans son article 2, contient la disposition suivante :

« Le franc, unité monétaire française, est constitué par 65,5 milligrammes d'or au titre de neuf cents millièmes de fin.

La présente définition n'est pas applicable aux paiements internationaux qui, antérieurement à la promulgation de la présente loi, ont pu valablement être stipulés en francs-or. »

Cette loi remplace pour l'avenir la législation antérieure ; le régime du cours forcé une fois abrogé, aucun empêchement du chef de ce régime n'existera plus, en sorte que la réduction de la valeur métallique du franc, d'après sa nouvelle définition, au cinquième environ de son taux primitif, ne frappera pas les paiements entraînés par les emprunts serbes litigieux et qui sont sans aucun doute des paiements internationaux.

\* \* \*

En formulant, dans le dispositif, le résultat auquel la Cour est arrivée, relativement aux questions qui lui ont été soumises, la Cour a estimé devoir s'en tenir aussi près que possible aux termes employés par les Parties elles-mêmes dans le compromis. La raison pour laquelle la Cour a omis la formule qui, dans l'article premier, alinéa b), du compromis, vise en termes généraux la thèse des porteurs français, est que les conclusions des Mémoire et Contre-Mémoire français ne répètent pas cette formule ; celle-ci ne paraît d'ailleurs rien contenir qui ne soit ensuite exprimé

contract, the fact that the terms of legislative provisions are capable of a different construction is irrelevant.

In these circumstances, the Court will confine itself to observing that, according to the information furnished by the Parties, the doctrine of French courts, after some oscillation, has now been established in the manner indicated by the French Government, and that consequently there is nothing to prevent the creditor from claiming in France, in the present case, the gold value stipulated for.

It should, however, be added that, since the conclusion of the Special Agreement in March 1928, a new currency law has been promulgated in France, on June 25th, 1928, which, by its first article, abrogates Article 3 of the law of August 5th, 1914, regarding forced currency, and which contains the following provision in its second article :

“The French monetary unit, the franc, is constituted by 65.5 milligrams of gold, nine hundred thousandths fine.

This definition shall not apply to international payments which, prior to the promulgation of the present law, may have been validly stipulated in gold francs.”

For the future, this law replaces previous legislation ; the forced currency régime having been abrogated, no obstacle resulting from this régime will any longer exist, and the reduction of the metallic value of the franc, as newly defined, to about one-fifth of its original value, will not affect the payments involved by the Serbian loans at issue which are undoubtedly international payments.

\* \* \*

In formulating, in the operative part of the judgment, the result arrived at by it in regard to the question referred to it, the Court has held that it must keep as closely as possible to the terms used by the Parties themselves in the Special Agreement. The reason why the Court has omitted the formula which, in Article I, paragraph (b), of the Special Agreement sets out in general terms the contention of the French bondholders, is that the submissions of the French Case and Counter-Case do not repeat this formula ; moreover, it does not appear to contain

avec plus de précision dans les alinéas 1° et 2° du même article et qui ne soit reproduit dans les conclusions françaises.

Aussi bien, la Cour estime cependant devoir préciser que, s'il est question de s'acquitter en francs-or, cela doit s'entendre conformément à l'interprétation ci-dessus donnée, en ce sens que, si le franc ayant cours légal sur la place prévue pour le paiement n'a pas la valeur du franc-or telle qu'elle est définie par le présent arrêt, le paiement doit être effectué par un nombre de francs dont la valeur correspond à la valeur des francs-or dus.

PAR CES MOTIFS,

La Cour,

statuant contradictoirement,  
par neuf voix contre trois,  
décide et juge :

1) Qu'en ce qui concerne l'emprunt serbe 4 % 1895, les porteurs de titres de cet emprunt ont, quelle que soit leur nationalité, le droit d'obtenir, à leur libre choix, le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés, et de ceux à échoir, ainsi que de leurs titres sortis aux tirages mais non remboursés et de ceux à sortir à Paris, Berlin, Vienne et Belgrade, dans la monnaie ayant cours sur l'une de ces places ;

2) Qu'en ce qui concerne les emprunts serbes 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 et 5 % 1913, les porteurs de ces titres ont le droit d'obtenir le paiement du montant nominal de leurs coupons échus mais impayés et de ceux à échoir, ainsi que de leurs titres sortis au tirage mais non remboursés et de ceux à sortir, en francs-or, pour l'emprunt 1895, sur les places de Belgrade et de Paris, et pour les emprunts 1902, 1906, 1909 et 1913, sur les places de Belgrade, Paris, Bruxelles et Genève, ou à la contre-valeur dudit montant au change du jour dans la monnaie locale à Berlin et Vienne, pour l'emprunt 1913, et à Berlin, Vienne et Amsterdam, pour les emprunts 1902, 1906 et 1909.



anything which is not subsequently expressed with greater clearness in paragraphs 1 and 2 of the same article and which is not reproduced in the French Government's submissions.

Again, the Court considers that it should be clearly stated that, if payment is to be made in gold francs, this is to be understood in accordance with the interpretation given above, that is to say that if the franc which is legal tender at the place fixed for payment does not possess the value of the gold franc as defined by this judgment, payment must be effected by the remittance of a number of francs, the value of which corresponds to the value of the gold francs due.

FOR THESE REASONS,

The Court,

having heard both Parties,

by nine votes to three,

gives judgment to the following effect :

(1) That, in regard to the Serbian 4 % loan of 1895, the holders of bonds of this loan are entitled, whatever their nationality may be, to obtain, at their free choice, payment of the nominal amount of their coupons due for payment but not paid and of those subsequently falling due, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and of those subsequently drawn, at Paris, Berlin, Vienna and Belgrade, in the currency in circulation at one of these places ;

(2) That, in regard to the 4 % 1895, 5 % 1902, 4½ % 1906, 4½ % 1909 and 5 % 1913 Serbian loans, the holders of these bonds are entitled to obtain payment of the nominal amount of their coupons due for payment but not paid and of those subsequently falling due, as also of their bonds drawn for redemption but not refunded and those subsequently drawn, in gold francs, in the case of the 1895 loan, at Belgrade and Paris, and, in the case of the 1902, 1906, 1909 and 1913 loans, at Belgrade, Paris, Brussels and Geneva, or at the equivalent value of the said amount at the exchange rate of the day in the local currency at Berlin and Vienna, in the case of the 1913 loan, and at Berlin, Vienna and Amsterdam, in the case of the 1902, 1906 and 1909 loans.

3) Que la valeur du franc-or sera déterminée entre les Parties, pour les paiements ci-dessus, comme équivalant à celle d'un poids d'or correspondant à la vingtième partie d'une pièce d'or pesant 6 grammes 45161 au titre de 900/1000 de fin.

Le présent arrêt ayant été rédigé en français et en anglais, c'est le texte français qui fait foi.

Fait au Palais de la Paix, à La Haye, le douze juillet mil neuf cent vingt-neuf, en trois exemplaires, dont l'un restera déposé aux archives de la Cour et dont les autres seront transmis aux agents du Gouvernement de la République française et du Gouvernement du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes respectivement.

Le Président :

(Signé) D. ANZILOTTI.

Le Greffier :

(Signé) Å. HAMMARSKJÖLD.

MM. de Bustamante et Pessôa, juges, et M. Novacovitch, juge *ad hoc*, déclarant ne pas pouvoir se rallier à l'arrêt rendu par la Cour et se prévalant du droit que leur confère l'article 57 du Statut, ont joint audit arrêt les exposés suivants de leur opinion individuelle.

(Paraphé) D. A.

(Paraphé) Å. H.

---

(3) That the value of the gold franc shall be fixed between the Parties, for the above-mentioned payments, as equivalent to that of a weight of gold corresponding to the twentieth part of a piece of gold weighing 6 grammes 45161, 900/1000 fine.

Done in French and English, the French text being authoritative, at the Peace Palace, The Hague, this twelfth day of July, nineteen hundred and twenty-nine, in three copies, one of which is to be placed in the archives of the Court and the others to be forwarded to the Agents of the Government of the French Republic and the Government of the Kingdom of the Serbs, Croats and Slovenes respectively.

(Signed) D. ANZILOTTI,  
President.

(Signed) Å. HAMMARSKJÖLD,  
Registrar.

MM. de Bustamante and Pessôa, Judges, and M. Novacovitch, Judge *ad hoc*, declaring that they are unable to concur in the judgment given by the Court and availing themselves of the right conferred on them by Article 57 of the Statute, have delivered the separate opinions which follow hereafter.

(Initialled) D. A.

(Initialled) Å. H.

---