



主权债务重组的软法机制

以联合国原则为基础

马丁·古兹曼 (Martin Guzman)
约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz)

2016年10月

- 主权借贷市场运转并不良好，当前的主权债务重组呈现非制度化状态，其中充满了不当激励，而这会导致破坏性、不公正结果。
- 联合国大会在2015年9月通过了九项原则，应该将这些原则用来正确引导主权债务的重组程序。
- 本文将简要分析这些原则的实用性，并将探讨如何进一步推动改革向前迈进。



目 录

| | |
|--------------------|----|
| 1. 导论..... | 3 |
| 2. 联合国原则的实用性 | 4 |
| 主权 | 4 |
| 诚信 | 5 |
| 透明性 | 6 |
| 公正性 | 6 |
| 主权豁免 | 6 |
| 合法性..... | 7 |
| 可持续性 | 7 |
| 多数重组 | 7 |
| 3. 未来道路 | 8 |
| 附录：联合国原则 | 9 |
| 参考文献 | 10 |

作者简介

马丁·古兹曼 (Martin Guzman)

哥伦比亚商学院研究助理，布宜诺斯艾利斯大学副教授，国际治理创新中心高级研究员。

约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph Stiglitz)

哥伦比亚大学经济学教授，2001年诺贝尔经济学奖获得者，哥伦比亚大学政策对话倡议项目联合主席。



1. 导论*

主权债务重组的终极目标是要重建那些高概率公共债务的可持续性。¹但我们目前看不到这样的迹象。自1970年起，超过半数与私有债权人相关的重组在进行后五年内，都会发生另一次重组或是违约。²这些都和“重建高概率公共债务的可持续性”完全不符。这样的确凿事实表明，减免不良债务人的债务往往不足以实现债务重组的主要目标，会减缓经济走出衰退或萧条的步伐，还会带来重大的不良社会后果。³

针对不良主权债务还缺乏法律制度，这就使得解决主权债务危机变成了一个非常复杂的过程，其中还会存在各种形式的效率低下和不公平问题。⁴当前的非制度化局面有一个特点，就是以分散的、无约束力的市场工具的谈判为基础，以集体诉讼条款和竞争性行为准则为中心。国际货币基金组织经常在一个不良债务人与其债权人的谈判过程中扮演协调促进者的角色。⁵但它不能每次都确保所有的重组需求都及时地得到满足，或者干脆说，它经常劳而无功。就像我们曾经提到的，就算最终进行了重组，

该过程也往往不够深入。⁶

总体而言，当前的非制度化局面不尊重优先等级协定，不能解决债权人之间的不平等问题，无法处理债务人持有资产式的破产融资，也无法充分解决某些事前的隐忧，如怎样确保债权人拥有足够的激励以促使其在正确的条款下借出款项，或是如何确保借款人获得足够的激励以便谨慎地行动。⁷

法律体系结构的缺陷可能会带来反向的刺激，导致合法套利和拒绝合作。这些缺陷还会造成所谓“秃鹫基金”的出现和发展，所谓秃鹫基金，是指那些专门钻法律条文的空子、借法律漏洞进行剥削、由此建立其商业模式的对冲基金。这些基金经常一手制造那些法律漏洞，⁸并专门攻击那些陷于债务危机的国家。它们的手法体现于，首先在二级市场以超低价购进不良债务，一般来说该类债券是根据纽约的法律而发行，然后它们会起诉发行人并要求获得全款赔付，包括全部本金和全部利息，还包括要求得到惩罚性利息⁹，以及为它们并未承担的风险获取补偿。一旦获得有利于自己的裁决，如果有关国家拒绝根据该裁决的条款进行支付，它们就会使用强硬的策略。¹⁰这种行为在过去十年有了大幅增长：1980年代只有约百分之五的债务重组伴随着法律纠纷，而在2010年，这个数字上升到了几乎50%（参见Schumacher, Trebesch, and Enderlein, 2014）。

* 本文作者们非常感谢新经济思维研究所（INET）对他们目前在哥伦比亚大学进行的主权债务研究项目所提供的财政支持。本项目是新经济思维研究所资助的宏观经济效率与稳定性研究的一部分。

1. 公共债务在大多数可能的经济情况下，如款项的偿还不需要以未来无限的借款为条件，则可被视为具有高概率可持续性。可持续债务的发展道路上可能包括违约（也就是说，债务只能用无限借款维持），而违约则反映在高于安全回报率的利率上。如果利率非常高，则通常表明市场认为违约的概率很高。另一方面，外部专家集团可能得出结论，认为即使市场溢价风险很小，仍存在很高的违约可能；市场有时表现出的是“非理性繁荣”。

2. 参见Guzman (2016a), Guzman and Stiglitz (2016b)。

3. 在跨境溢出存在的情况下，这种减缓对于那些与不良债务人有经济关系的国家来说也是成本巨大。请见Orszag and Stiglitz (2002)。

4. 经济理论显示，在宏观经济外部性面前，市场无法高效地解决重组程序，参见Miller and Stiglitz (1999, 2010)。

5. 谈判过程本身也显示了完美竞争并不存在，特别是当谈判中存在不完整和不对称信息时，结果和过程都会变得效率低下。

6. 国际货币基金组织独立评估办公室就指出，国际货币基金组织在欧洲危机中所发挥的作用严重不足（IEO of IMF, 2016）。国际货币基金组织对陷入经济困境国家的预测经常存在漏洞，比如它常常高估经济衰退国家复苏的速度（Guzman and Heymann, 2015），尽管有文献（Auerbach and Gorodnichenko, 2012; Blanchard and Leigh, 2013）已指出财政乘数的非线性可以佐证财政调整项目会增添经济复苏困难。

7. 更详尽分析参见Guzman and Stiglitz (2016a)。

8. 一个最好的例子就是，2004年根据纽约州法律进行的价值超过50万美元的债务购买或转让的包揽诉讼辩护的取消。在此之前，包揽诉讼禁止以起诉发行者为目的进行违约债务的购买（参见Blackman and Mukhi, 2010）。

9. 根据纽约法律规定，诉前利率为百分之九。该数字于1981年决定，当时美国的通货膨胀年率为8.9%。而尽管通货膨胀率下降显著，该数字一直没有得到修改。这样一种诉前索赔利率与其说是补偿性质的，不如说是惩罚性质的。此外，购买违约债务的秃鹫基金可能在判决之前就会获得符合该利率的利息支付，甚至对违约日期和购买日期之间的这段时间也是如此，而在在这段时间内他们并不持有债券。这就是2001年阿根廷违约后其与秃鹫基金之间发生的纠纷中的情况（参见Cruces and Samples, 2016; Guzman, 2016b）。

10. 在2001年阿根廷违约后与该国纠纷中，秃鹫基金成功获得了该国一艘标志性船只。他们还试图获取存于纽约联邦储备银行的阿根廷中央银行的存款，但并未成功。他们还出资赞助了一系列广告，意图施压于阿根廷政府，以迫使其满足他们的要求。他们甚至还赞助创立了一个游说特别小组（美国阿根廷问题特别小组），并雇佣了知名的前政府官员作为说客。



此类行为的结果令人忧心。秃鹫的战略在为它们自身带来超额利益回报的同时，也造成了债权人之间的严重不平等，还会带来道德风险问题，这种道德风险问题威胁到主权债务最终是否可能完成其重组过程，比如最近发生的阿根廷案例就是这样。鉴于近期发生的相关案例，诚信的债权人已经学会了做“钉子户”，相信这才是最佳的方案。在最近美国法庭上，阿根廷与秃鹫基金发生了纠纷，秃鹫基金以总部位于纽约的对冲基金“埃利奥特管理公司”旗下的“NML 资本”为首。从法庭的纷争中我们可以看到，你甚至不需要是诉讼当事人，就可获得与秃鹫相同的待遇。法庭要求该国对非当事“钉子户”债权人给予与秃鹫基金同等的待遇。既然如此，那些诚信债权人还有什么必要与不良债务人在重组过程中进行合作呢？毕竟这样的合作很有可能导致他们获得的利益大打折扣。现在他们只需简单地跟在秃鹫基金的后面，便可获得高出百分之几百甚至几千的回报。目前这些貌似合理的个体行为在日益集聚，其所带来的主要问题是，如果有大量的债券持有人都运用相同的策略，那么债务重组就不可能完成。阿根廷共和国与 NML 资本的案例使得此前已在长期进行的关于制度改革是否需要的辩论变得更加白热化。这样的制度改革会涉及学术界、执业者、跨国机构和公民社会。¹¹

一方面，国际资本市场联盟（ICMA）在国际货币基金的帮助和支持下，提出对主权债务的合约语言进行改革，以防止类似于阿根廷和秃鹫基金之间情况的发生。所提议的新条款包括了一个针对集聚性集体诉讼的规范（参见 ICMA, 2014; IMF, 2016; Gelpern, Heller, and Setser, 2016）。有些国家已在使用这种新的合约语言发行债券。虽然新的条款是进步的信号，但仍然不足以解决那些重组过程所面临的根本问题（参见 Guzman and Stiglitz, 2016a）。

另一方面，联合国带头致力于为主权债务重组建立法律机制，这在 2014 年 9 月通过的联合国大会 68/304 决议中和 2015 年 9 月通过的联合国大会 69/319 决议中均有反映。后项决议通过了一套九条原则，以此作为重组程序的基础，包括了主权、诚信、透明性、公正性、债权人公平待遇、主权豁免、合法性、可持续性以及多数同意重组（以后统称为“联合国原则”）。

联合国在朝着正确的方向前进。虽然从短期上说建立债务危机解决的跨国法律机制看起来并不可行，但上述联合国原则为该过程的未来发展提供了有价值的基础。本文接下去将分析这些原则的实用性。第二部分将会讨论这些原则如何促进主权债务危机的解决。第三部分将会探索一个循序渐进的可行方法。

2. 联合国原则的实用性

2014 年 9 月，在对联合国大会 68/304 决议进行投票的 176 个成员国中，124 个国家投了赞成票，41 个弃权，11 个反对。那些弃权或投了反对票的国家主要是那些发达经济体。一年后，在对联合国大会 69/319 决议进行投票的 183 个国家中，136 个国家投了赞成票，41 个弃权，仅有 6 个国家投了反对票。投反对票的国家中有美国和英国，这两个国家是对新兴经济体发行的主权债务拥有司法裁决权的主要国家。其他投反对票的国家还有加拿大、德国、以色列和日本。

很多最近的债务重组都没有尊重联合国原则。¹² 如果尊重联合国原则，本可以解决大部分最近重组过程中我们所观察到的缺陷和不足。

主权

主权原则认为，主权方必须有权决定其与

11. 联合国大会主席委任的国际货币与财政体系国际专家委员会报告指出，主权债务重组的方法有缺陷，目前亟需改善，以避免更多的效率流失和不公正结果（Stiglitz et al., 2010）。

12. 联合国原则全文参见附录。



国家目标一致的政策，其中包括对债务进行重组的权利。侵犯一个主权方启动重组过程的权利，显然会导致债务维持在一个不可持续的级别上，会让主权方难以走上一条可以摆脱不可持续债务的明确轨道。由此造成的结果是，在这个受债务困扰的国家，经济状况将继续恶化。阿根廷的案例再次证明了这一点。假如阿根廷的债权人认识到，由美国法庭作出的判决蕴含了于己不利的结果，让自己所得利益少于秃鹫基金，那他们可能就不会选择和解，这个债务国也就不会获得复苏。¹³ 如此一来，阿根廷可能就会陷入困境，既无法付款也无法对债务进行重组，除非损害本国国民的利益。事实上，就算损害了本国国民的利益，恐怕阿根廷也无法完全还清债款。¹⁴

诚信

诚信原则赋予了主权债务人及其债权人一种义务，即他们必须在主权债务变得不可持续时进行谈判协商。该原则表明，诚信的协商必须以重建债务可持续性为目标。本文为债权人分析了该原则的实用意义：该原则包括了参与债务协商的义务，保证公平重组条款的义务，不以反对票破坏诚信协商结果的义务，以及对试图榨取优惠条件的“钉子户”诉讼方的延期偿付（Goldmann, 2016）。本原则也包括了合理期望的保护，对权利滥用的禁止，以及对通过非法行为获得收益的防控（Kolb,

2006）。¹⁵ 2015年比利时通过的反秃鹫法，为本原则某些方面的法典化提供了实用指导。当债券是在违约时或在名义价格和市场价格反差极大时获得，且债券持有人的索赔款项无论以市场价格还是以该主权债务方的经济情况来看，都与购买时所预期的价格不成比例，则可以把坚持不合作的行为视为具有欺诈性质。

诚信还包括其他方面：当债权人所购买的是已包含了风险赔偿的债券，那他就不得通过议价手段，去获得那种跟无风险情况下相同的待遇。他们应当意识到，在情况较好时的高回报本已抵偿了情况不好时的低回报（cf. Goldman, 2016; Guzman and Stiglitz, 2016a）。

本原则在成为法律条文时，也必须适用于债务方。在重组过程中，诚信的债务人在为债务重组而进行谈判的过程中，在追求某种债务减免的目标时，必须确保高概率的可持续性得到恢复，其债务的减免只能限于这一程度。¹⁶ 当然，这种债务减免的程度很难计算，因为这取决于人们的判断，涉及债务人的经济表现与重组条款之间存在何种关系、经济表现另外与其他相关因素存在何种关系。因此，诚信需要透明度，即所有参与的利益相关方都必须就上述判断达成某种共识，知道在确保高概率可持续性得到恢复时，如何计算出债务减免的恰当程度。做到这一点，就可使得债务人的谈判立场与诚信原则保持一致。

阿根廷的案例再次表明，当国内法庭对主权债务重组过程缺乏理解时，就会导致对诚信原则的含义产生疑惑，这也就损害重组程序最终目标的实现。在阿根廷与秃鹫基金的纠纷中，第二巡回法庭将阿根廷定义为一个“特别顽固”的债务国，¹⁷ 也即一个不诚信的债务国。

13. 最终的显著复苏提供了所需的资源，可用来向交易的债券持有人支付其国内生产总值指数债券的大量回报，这也就使得事后损失远远小于最初损失。

14. 同样的，希腊在2015年被迫在一份推进紧缩的协议上签字，这就促使其已经十分严重的经济萧条情况进一步恶化，协议中没有指明任何清楚的债务重组道路。德国坚持认为不应该进行债务重组，尽管此时希腊的公共债务已被包括国际货币基金组织在内的几乎每一位分析家判定为高概率不可持续。参见 Varoufakis (2016)。

15. 当然，对于经济学家来说，其中的有些条款充满了含糊性，但在应用该原则时，这些条款必须包含相对而言定义周全的含义。很显然，秃鹫基金的要求与这些原则中的许多内容不相符合。比如说，虽然 NML 资本可以声称，有鉴于此前发生的其他案例存在类似情况（如1998年埃利奥特特务所对秘鲁的胜诉），所以在阿根廷案例中，期望获得全款赔付是合理合法的，但该原则的明确含义意味着，期待一个已经出问题的有风险的承诺（在本案中即代表违约债券）还能进行全款赔付，况且当时债券的市场价格已反映出全款赔付的可能性非常之低，抱有这样的期待本身便是不合理因而也是非法的。

16. 例如，100%的债务减免显然可恢复债务可持续性，但这样的一种减记将会需要大量资源，远多于陷入经济困境的主权方用于恢复债务高概率可持续性所需要的资源。

17. 参见2013年8月23日第二巡回庭判决，www.shear-man.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/Arg33_NML_Second_Circuit_Decision.pdf（最后访问日期2016年9月22日），第23页。

但法庭并未引用任何材料证明阿根廷在 2005 年和 2010 年的交易中所提出的重组条款存在舞弊嫌疑，换言之，他们未能证明阿根廷当时的目标，是要获得比重建高概率可持续性更高的债务减免等级。¹⁸ 因此，虽然仍缺乏主权债务重组的正式跨国框架，将本原则恰当地转化为法律条文，将也可为国内法庭提供某种指导。

透明性

透明性原则也常常遭到违反。主权信贷违约掉期 (SCDS) 可给予谈判桌上的违约人反向倒错的激励，因为他们可能会从不配合行为中获益，而这就会导致违约。透明的谈判需要公开任何可能会破坏重组结果的激励冲突，这就意味着必须公开信贷违约掉期的头寸。主权信贷违约掉期市场的不透明性，使得谈判双方无法知道对方在重组过程中面临的激励是什么。在这种背景下，双方并不一致的激励可能会导致低效和延迟。显然，诚信谈判就需要透明度。

主权信贷违约掉期市场在过去数十年中发展迅速，该业务中合约的起草和解读是国际掉期和衍生产品联盟 (ISDA) 的责任。值得注意的是，特定合约的解读与裁决显然可以在双方或双方公司有利益冲突的情况下进行。且不论那些与主权信贷违约掉期有关、且可能会造成冲突并破坏重组程序的激励，根据证券商品法规和破产法，这些合约可获得一定的优惠待遇。国际掉期和衍生产品联盟已通过其对国内法的影响力确保了豁免和优惠待遇 (详细讨论参见 Partnoy, 2002 和 Gelpern and Gulati, 2012)。透明原则也要求重组条款必须向所有外部和国内的债权人团体公开 (Gelpern, 2016)。

18. 一个常见的错误是，通过比较不良债务人追求的减免等级和其他重组经验中的债务减记等级来评估诚信度。这样一种标准有其缺陷，比如该国情况与那些进行比较的样本国家可能情况不同，或者其他经验国家的重组过程对于重建债务可持续性可能并不有效。应用这种标准可带来我们不想看到的一种惯性发展：新建立的规则会推动自己的施行，哪怕该规则是不合理的。评估诚信度所应进行的正确比较是，陷于经济困境国家所追求的减免等级和能够帮助其重塑高概率可持续性的减免等级。

公正性

公正性原则对能够作为主权债务重组机制主体的机构进行了限制，那些可能会偏向某一个利益相关方，或者本身就是债权方的机构，不适合成为机制的主体。葛雷萨法官在阿根廷共和国诉 NML 资本一案中，作出了对秃鹫基金有利的裁决，这一裁决就违反了“债权人公平待遇”原则。本案中的诚信债权人仅获得了应得回报的三分之一 (参见 Cruces and Trebesch, 2013)。而以平均每美元 28 美分价格购买的秃鹫基金 NML 资本，却获得了大约 1270% 的回报，该基金在阿根廷备受债务困扰时买入，可能是违约前几个月或是违约后，甚至是在该国已与 76.15% 的债权方达成重组协定后买入 (参见 Guzman, 2016b)。¹⁹

值得注意的是，公平待遇并不一定意味着完全相同的待遇。不同的债权方可能会获得不同特点和不同风险程度的债务工具。对于不同的债权方，裁决可判定他们所获待遇各不相同。比如，对那些借款给拖欠款项国家的债权人可给予优先地位，因为他们帮助了陷于困境的债务国，如在其最需要的时候继续帮助还本付息，或是帮助实施了反周期性宏观政策。

主权豁免

主权豁免原则是最关键的原则之一，它意味着任何主权债务合约的有效性都受制于国际法准则，即没有国家可以宣布放弃其主权豁免权，就像没有个人可以将自己卖作奴隶。本准则同时也就民主政府对其后继者的制约程度作出了限制。本准则不排除在外国法律管辖下发行债券的可能性，但对外国法律制裁的可达程度提出了限制，再次重申了外国法律在主权债务重组进程中的限度。

19. NML 资本在购买其中某些债券时仅支付了面值的百分之十。例如，NML 在 2008 年 12 月 5 日购入“全球债券，美元 11.375% 2017 年到期”系列时，其在二级市场上的价格为每美元 10 美分；在 2009 年 1 月 2 日该系列的购买价格是每美元 11 美分；2008 年 12 月 10 日购买的“全球债券，美元 12.25% 2018 年到期”价格为每美元 10.5 美分；同年 11 月 5 日和 11 日购买的同系列债券价格为每美元 17.5 美分。对本案的详细描述参见 Guzman (2016b)。



合法性

债务重组中包括了合法性的很多方面，首先当然要求任何作为中介或仲裁人的一方对所有参与方应一视同仁，同时，透明度也是必不可少的。显然，任何违反其他任一原则的重组都可被视为缺乏合法性。但确实还需要其他的因素，比如，武力进行的债务重组缺乏合法性，不过，在经济制裁威胁下进行的重组同样缺乏合法性，就如葛雷萨法官的裁决将阿根廷充分排除出国际信贷市场一样。据此，我们便可断言，阿根廷 2016 年的债务重组缺乏合法性。任何会导致该国违反其自身宪法或联合国人权宣言的债务重组也被视为缺乏合法性。²⁰

可持续性

重建可持续性主权债务重组进程的主要目标。联合国可持续原则的阐明意味着，重组过程中的利益相关方并不仅是那些正式的债权人，还包括那些非正式的债权人，即那些与主权方无正式债务合约的债权人，但该主权方对这些债权人（如工人和退休人员）拥有相关义务。可持续性的重建不仅是为了平衡外国和正式债权人的权利，而且也是为了平衡其他索赔人的权益，并且还要倡导持续的包容性发展。国际货币基金组织遵循的标准方法一般都忽略了这一更宽泛的层面，因为他们的关注点主要集中在正式的金融索赔者身上。²¹

多数重组

最后，多数重组原则可帮助我们阻止秃鹫基金经常成功使用的“坚持不合作”战略。在过去两年中，合约语言的阐明和运用也使得债务工具更加稳健（参见 ICMA, 2014; Gelpern,

Heller and Setser, 2016; Gelpern, 2016）。虽然多数重组原则严格来说并不能整顿和改正我们在主权债务重组中看到的所有缺陷，且债权人等级这一方面仍有不明确之处，但就如我们之前提到的那样，该原则确实构成了对其他原则的一种不可或缺的补充。

阿根廷已经开始使用上述原则，玻利维亚的下院也已经通过这些原则。在阿根廷开始使用这些原则几个月后，该国与秃鹫基金以及其他坚持不合作的债券持有人达成了协议，该协议暗示了对不同债权人的不均等待遇。如果该国未能达成协议的话，那么它将被阻止进入国际信贷市场。由于该国渴望回到国际资本市场，而且根据美国纽约南区地方法院的裁决，它只能选择无视一条或多条联合国原则。在当前的国际金融背景下，很多国家在外国司法管辖之下发行债券，可这些外国的法律法规并不应用联合国原则，况且某些国家的司法人员并不尊重这些原则。因此，这可能造成在未来的主权债务重组过程中，会出现对一条或多条联合国原则的违反。有关政府在这些司法管辖区域进行借款时，应当牢记这一点。²²

联合国原则的应用，有利于确立积极的规范准则。即使国家层面的法规并不遵循这些原则，地方法庭仍可能在解读和应用法律解决主权债务相关纠纷时，援引它们作为指南。而由于国际法的源头是一般法律原则，因此这样的原则也正是我们所需要的。各国根据国际法规定必须遵守这些原则，或者至少它们应该这么做（Goldmann, 2016）。规范准则的确立还有很长的一条路要走，而未来也有可能进行以联合国原则为基础的改革，进行改革的国家可将这些原则作为有效的工具加以利用。下一部分我们将探讨未来可行的方向。

20. 联合国国际贸易法委员会（UNCITRAL）指南建议认为，任何破产法“都需要公开利益冲突、独立性缺失，或任何可能导致利益冲突和独立性缺失的情况”，并认为该公开义务“在整个破产程序中都可适用”（UNCITRAL Guide, Recommendations 116 and 117）。

21. 更详细讨论参见 Bohoslavsky and Goldmann (2016)。请注意，美国破产法第 9 章与公共机构或政府当局有关的部分确实对这些情况作了区分。参见如 Stiglitz (2010)。

22. 然而，政治经济学方面的考虑也就意味着，如果国家可以在这种市场上以比其他地方更优惠的条件购买信贷，那么这样的借款很可能持续下去；对于短视的债权人和政治家来说，关注这些短期的好处有利于他们自身，因此他们也就忽略了长期的成本。参见 Guzman and Stiglitz (2016a)。

3. 未来道路

要评估主权债务重组提案的价值，应当采用这样的标准，即看它是否有能力确保债务可持续性的恢复，是否尊重上述联合国原则。我们认为，合约方法并不能完全解决这一关注问题。²³ 司法方法可以满足这一要求，但从目前情况来看，这一方法在政治上并不可行。这是非常不幸的，特别是考虑到，当前全球经济情况使得好几个国家在短期内都面临债务不可持续的风险，则更是如此。²⁴ 我们自然要问，应该如何尽快改善现状呢？

我们对接下去发展的提案是，继续致力于建立软法机制，这是基于联合国原则的一种循序渐进的方法，而合约方面的进步和改善可用来与其互补。软法有可能为债务人和债权人创造一个更加健康的环境。它在劝导合规时依赖于社会规范和市场认可，而非法律制裁。这种循序渐进的方法就为联合国 2015 年贸易与发展大会（UNCTAD）的发展路线与指导方针带来了灵感，此后便有了启用联合国原则的联合国大会决议的产生。该种机制受到学界人士（见文献目录）和联合国贸发大会的支持。虽然贸发大会认为跨国法律框架才是真正有效和公正的解决方法，但仍然完全支持软法机制的建设，并认为这种机制是当前情况下最有建设性和可持续性的方法（参见 Blankenburg and Kozul-Wright, 2016）。

软法工具以实际使用为目的对联合国原则进行法典化，这可以对各国的国内立法起到指导作用。原则的法典化可能会提醒法庭考虑到主权债务重组的大局，这样可减少他们对债务合约的狭隘解读以及偏见。软法机制的主体也

可以记录下所有坚持不合作的债券持有人及其母公司，这份名单可在国内和国际法庭判定债券持有人是否违反诚信原则时用作指导和参考。此外，主体也可以建立一个涉及过往重组程序的综合且可检索的公共数据库，其中包括金融和法律条款，对公共、私有、国内和国外起诉的待遇，以及任何达成重组计划时使用的基本假定。

机构可以创立自己的“债务可持续性分析框架”，明确债务可持续性评估的基本原则，包括尊重联合国大会对可持续性原则的阐述。它会鼓励利益相关方开展协作，以争取有关债务减免的程度能够既尊重可持续性评估结果，又满足其他联合国原则。主权债务重组如果是主权方发起的，那么主管机构应当先拿出一个初步的债务可持续性分析框架，然后递交给政府等待回复。政府则应当披露评估所需的必要信息和数据，然后对债务可持续性分析框架作出回应。初步的债务可持续性分析框架和政府的回复接下来会向债权人、其他国际机构和大众公开，而上述各方均有机会发表意见。经过一段合理的时间之后，机构会在考虑政府回复和大众意见后发布最终版债务可持续性分析框架。这一最终框架会给出能够支持最终决定的理由，并且会指出与政府、国际组织或债权人委员会之间可能存在的意见分歧。

机构发表的内容并不具有强制执行的法律效力，但在债务重组过程中也可为利益相关方提供合法的指导意见，特别是可在国内法庭上点明合理的做法。我们相信这样的改革可减少那些导致重组效率低下和不公平重组结果的现有缺陷与不足。

23. 现在的关键点是，在合约法的规定下，一个对主权债务重组之经济学和国际法原则并不精通的法官，仍有很大空间对债务合约的关键条款进行不恰当的解读，就如葛雷萨法官向我们充分展示的那样。虽然我们没有办法在法律方法中防止类似裁决的出现，但如果法官能至少熟悉国际主权债务重组事宜，则可减少如此裁决出现的可能。下述的软法机制方法事实上提供了更多的保障。

24. 参见 Reinhart (2016)。



附录：联合国原则²⁵

1. 主权国家有权行使其自主裁量权，以对本国的宏观经济政策进行设计，其中包括对主权债务进行重组，而这一进程不应当遭到任何舞弊手段的阻止或阻碍。债务重组从一开始就应当是用于保护债权人的最后手段。
2. 诚信原则涉及主权债务人及其所有债权人，需要各方在具有建设性的主权债务重组谈判和该流程其他步骤中，展现出诚信的参与行为。各方参与的目标是要快速且持久地重建债务可持续性，并进行债务的还本付息，此外，还要通过对重组条款进行建设性的对话来获得大部分债权人的支持。
3. 应当通过增强透明度来提高所有相关参与者的责任性，而这可以通过主权债务相关数据和流程信息的及时分享来完成。
4. 公正性要求所有与主权债务重组相关的机构和参与者，包括区域等级的各方，都能根据他们各自所获得的授权，拥有独立性，不受任何对该程序或其他利益相关方所施加的不正当影响的干扰，且不会被迫参与任何可能造成利益冲突和腐败的活动。
5. 公平待遇要求国家承担不随意歧视任一债权人的义务，除非对某一债权人的不同待遇存在法律依据，属于合情合理并且与该债权的特征相关。此举需要债权人共同参与讨论，以确保债权人之间的公平。债权人有权获得与他们的债权及其特征相符的待遇，不得在主权债务重组过程启动前将任何债权人或债权人集团排除在外。
6. 在外国的国内法庭上，主权债务重组的主权司法豁免和执行豁免是一个国家的权利。遇有例外时，需对该例外性案例进行限制性解读。
7. 合法性体现于机构的建立以及与主权债务重组相关的操作，它们都需要尊重法治和包容性要求，在任何层面皆如是。原始合约的条款与条件在被重组协定修改之前，都应被视为有效。
8. 可持续性意味着主权债务重组过程的完成将迅速且高效，并且有助于债务国的债务状况达到稳定，既能原原本本地确保债权人的权利，同时也促进可持续和具有包容性的经济增长和永续发展，在将经济和社会成本降到最低的同时，确保国际金融体系的稳定和对人权的尊重。
9. 多数重组意味着，一个经由多数债权人同意的主权债务重组协定不得受其他国家或不具代表性的少数债权人的影响、破坏或阻挠。少数债权人必须尊重多数债权人的决定。同时也应当鼓励有关国家在其未来发行的主权债务中，加入有关集体诉讼的条款。

25. 参见联合国主权债务重组过程特别委员会第三次工作会议主席小结，2015年7月24日，网址为http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/gds_sd_2015-07-27-28_report_en.pdf（最后访问时间2016年9月22日）。



参考文献

- Auerbach, Alan / Gorodnichenko, Yuriy** (2012a): »Fiscal Multipliers in Recession and Expansion,« in: *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, edited by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press).
- Auerbach, Alan / Gorodnichenko, Yuriy** (2012b): »Measuring the Output Responses to Fiscal Policy,« *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2): 1–27.
- Blackman, Jonathan I. / Mukhi, Rahul** (2010): »The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna.« *Law & Contemp. Probs.* 73: 47.
- Blanchard, Olivier / Leigh, Daniel** (2013): »Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers,« IMF Working Paper, Research Department, WP/13/1.
- Blankenburg, Stephanie / Kozul-Wright, Richard** (2016): »Sovereign Debt Restructurings in the Contemporary Global Economy: The UNCTAD Approach.« *Yale Journal of International Law*, forthcoming.
- Bohoslavsky, Juan Pablo / Goldmann, Matthias** (2016): »An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law,« *Yale Journal of International Law*, forthcoming.
- Brooks, Skylar / Guzman, Martin / Lombardi, Domenico / Stiglitz, Joseph E.** (2015): »Identifying and Resolving Inter-Creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring,« CIGI Policy Brief No. 53 (January).
- Cruces, Juan Jose / Samples, Tim** (2016): »Settling Sovereign Debt's »Trial of the Century,« *Emory International Law Review*, forthcoming.
- Cruces, Juan J. / Trebesch, Christoph** (2013): »Sovereign Defaults: The Price of Haircuts.« *American Economic Journal: Macroeconomics* 5, no. 3: 85–117.
- Gelpern, Anna** (2016): »Sovereign Debt. Now What?« *Yale Journal of International Law*, forthcoming.
- Gelpern, Anna / Gulati, Mitu** (2012): »CDS Zombies.« *European Business Organization Law Review* 13.03: 347–390.
- Gelpern, Anna / Heller, Ben / Setser, Brad** (2016): »Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds.« In: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, (Guzman, Ocampo, and Stiglitz, eds.), Chapter 6; Columbia University Press, New York.
- Goldmann, Matthias** (2016): »Putting your Faith in Good Faith: A Principled Strategy for Smoother Sovereign Debt Workouts.« *Yale Journal of International Law*, forthcoming.
- Greenwald, Bruce C. / Stiglitz, Joseph E.** (1986): »Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets.« *The Quarterly Journal of Economics* 101 (2): 229–264.
- Guzman, Martin** (2016a): »Reestructuración de Deuda Soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos.« *Revista Jurídica*, Universidad de Puerto Rico.
- Guzman, Martin** (2016b): »An Analysis of Argentina's 2001 Default Resolution.« Centre for International Governance Innovation Paper, forthcoming.
- Guzman, Martin / Heymann, Daniel** (2016): »The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems.« *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 387–404.
- Guzman, Martin / Stiglitz, Joseph E.** (2016a): »Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works.« In: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, (Guzman, Ocampo, and Stiglitz, eds.), Chapter 1. Columbia University Press.
- Guzman, Martin / Stiglitz, Joseph E.** (2016b): »How Hedge Funds Held Argentina for Ransom.« *The New York Times*, April 1, 2016.
- Guzman, Martin / Ocampo, Jose Antonio / Stiglitz, Joseph E. (eds.)** (2016): *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Columbia University Press.
- Herman, B. / Ocampo, J. A. / Spiegel, S. (eds.)** (2010): *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Oxford: Oxford University Press.
- ICMA** (2014): »Standard Collective Action and Pari Passu Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes.«
- Independent Evaluation Office of the IMF** (2016): »The IMF and the Crisis in Greece, Ireland, and Portugal: an Evaluation by the Independent Evaluation Office.«
- International Monetary Fund** (2016): *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring* (October).
- Kolb, Robert** (2006): »Principles as sources of international law (with special reference to good faith).« *Netherlands International Law Review* 53 (1): 1–36.
- Miller, Marcus / Stiglitz, J. E.** (1999): »Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: the case for a »super chapter 11,« World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises, and Policies (April 15).
- Miller, Marcus / Stiglitz, J. E.** (2010): »Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?« *Economic Journal* 120 (544) (May): 500–518.
- Orszag, Peter / Stiglitz, Joseph E.** (2002): »Optimal Fire Departments: Evaluating Public Policy in the Face of Externalities.« *The Brookings Institution* (January 4).
- Partnoy, Frank** (2002): »ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: the four horsemen of derivatives regulation?« *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 1: 213–252.



Reinhart, Carmen (2015): »A Year of Sovereign Defaults?«. Project Syndicate (December 31).

Schumacher, Julian / Trebesch, Christoph / Enderlein, Henrik (2014): »Sovereign defaults in court.« Available at SSRN 2189997.

Stiglitz, Joseph E. (2010): »Sovereign Debt: Notes on Theoretical Frameworks and Policy Analyses, « in: *Overcoming Developing Country Debt Crises*, B. Herman, J.A. Ocampo, and S. Spiegel, eds., Oxford: Oxford University Press, pp. 35–69.

Stiglitz, Joseph E. et al. (2010): *The Stiglitz Report: Reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, with Members of the Commission of Experts on Reforms of the International Monetary and Financial System appointed by the President of the United Nations General Assembly, New York: The New Press.

Stiglitz, Joseph E. / Heymann, Daniel (eds.) (2014): *Life after debt: the origins and resolutions of debt crisis*. Houndmills: Palgrave Macmillan.

Stiglitz, Joseph E. / Guzman, Martin / Lombardi, Domenico / Ocampo, José Antonio / Svejnar, Jan (2015): »Frameworks for Sovereign Debt Restructuring.« Columbia IPD-CIGI-CGEG Policy Brief (January 26).

Varoufakis, Yanis (2016): »Greek Debt Denial.« In: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Guzman, Ocampo, and Stiglitz, eds., Chapter 5. New York: Columbia University Press.



版权信息

《主权债务重组的软法机制：以联合国原则为基础》英文原版由弗里德里希·艾伯特基金会纽约办公室出版，中文版由弗里德里希·艾伯特基金会上海代表处出版。

©2016

弗里德里希·艾伯特基金会纽约办公室

747 Third Avenue, 22B

New York, NY 10017, USA

www.fes-globalization.org/new_york/index.htm

弗里德里希·艾伯特基金会上海代表处

上海市静安区延安中路 829 号

达安广场东楼 7A 室

邮编：200040

www.fes-china.org

如欲订阅，请联系：

info@fes-shanghai.org

作品观点不代表弗里德里希·艾伯特基金会的立场。

未经弗里德里希·艾伯特基金会的书面允许，不得将其出版作品用于商业用途。

Imprint

The original English version »A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring – Based on the UN Principles« is published by Friedrich-Ebert-Stiftung New York Office; the Chinese version is published by Friedrich-Ebert-Stiftung Shanghai.

©2016

Friedrich-Ebert-Stiftung New York Office

747 Third Avenue, 22B

New York, NY 10017, USA

www.fes-globalization.org/new_york/index.htm

Friedrich-Ebert-Stiftung Shanghai Representative Office

Yan'an Zhong Road 829

Da An Plaza East Tower 7A

Shanghai 200040, China

www.fes-china.org

To order publications:

info@fes-shanghai.org

The views expressed in this publication are not necessarily those of the Friedrich-Ebert-Stiftung.

The commercial exploitation of the media published by the FES is allowed only with the written permission of the FES.

弗里德里希·艾伯特基金会纽约办公室是联合国、本基金会各地办公室以及发展中国家合作伙伴之间沟通联络的桥梁，以增强南方国家的声音。它也参与联合国关于经济与社会发展问题及和平与安全问题的辩论。为此，该办公室每年组织约 30 场讨论会、大型会议、圆桌会，并定期出版研究论文和简报。此外，该办公室还在美国华盛顿特区推动有关世界银行和国际货币基金组织工作情况的对话。

艾伯特基金会纽约办公室紧邻联合国总部，办公室拥有四名全职员工，并为国际关系、发展及经济政策专业的大学生提供实习机会。