

阿根廷技术性违约：历程、根源、影响与启示

本来阿根廷应该在 2014 年 6 月 30 日对此前同意债务重组的债权人进行支付，但是由于美国最高法院的判决，使得一旦阿根廷对债权人进行支付，其资金将被法院冻结转而支付给对“钉子户”债权人（holdout creditors）。根据债券发行的条款，阿根廷拥有 30 天宽限期，即 7 月 30 日如果阿根廷与“钉子户”债权人的谈判无法取得妥协，那么阿根廷将无法完成支付责任，将再度陷入违约。7 月 30 日，如市场所预期，阿根廷政府与“钉子户”债权人的谈判无果而终，阿根廷当日无法向其他债权人支付债务本息的义务，阿根廷遭遇了技术性债务违约，这是 2001 年来阿根廷的第二次违约。

2001 年 11 月底，陷入经济和社会危机中的阿根廷无奈宣布暂停偿还其总规模为 1320 亿美元的外债，阿根廷创造了历史上最大的主权债务违约危机。经过 2005 年和 2010 年两轮债务互换，历经 13 年阿根廷主权债务重组不仅没有妥善解决，反而陷入了新的债务违约。更重要的是，自阿根廷债务违约之后，其国际融资渠道就完全丧失，本来严重依赖外部融资的阿根廷经济遭遇了极其严重的资金问题，10 余年的经济发展坎坷曲折。

在新的债务违约问题的冲击下，本面临严重通货膨胀和货币贬值压力的阿根廷经济，或陷入更为严重的危机之中。而阿根廷债务重组问题以及技术性违约，存在着诸多的制度安排弊端，一定程度上，为阿根廷哭泣的只能是阿根廷人自己。

一、阿根廷技术性违约

阿根廷第二次债务违约主要是陷入了司法困境之中。2014年6月16日美国最高法院判决,要求阿根廷无论何时在支付重组债务之时要全额支付原告(NML 资本公司,即“钉子户”债权人之一)持有的违约债权,并同意债权人通过司法途径清查以至冻结阿根廷政府除豁免之外的海外资产并获得支付。这就意味着:以NML对冲基金为主的钉子户债权人可以获得全额支付,而不是根据债务互换协议进行债务减计;同时一旦阿根廷对债权人进行支付,其资金将被法院冻结转而支付给对“钉子户”债权人。

“技术性违约”是阿根廷与“钉子户”债权人谈判破裂的必然结果。与2001年阿根廷主权债务违约不同,本次债务违约是技术性违约,阿根廷本来是在可以在6月30日或7月30日支付5.39亿美元给其债权人的,但是,阿根廷与“钉子户”债权人无法在最后时刻达成妥协,阿根廷的选择就是拒绝对“钉子户”债权人履行支付责任,同时不得不选择性地对其他债权人暂停支付,从而造成“技术性违约”。

阿根廷技术性违约的历程可以回溯至2005年的首次债务互换协议。2005年2月,阿根廷政府单方面对818亿美元外债进行重组,在新债务发行设置了下限为385亿美元和上限418亿美元(即布宜诺斯艾利斯计划,后来上限提高至432亿美元),并宣布了对私人部门债权人极为不利的“门栓法”。在2005年阿根廷单方面宣布债务互换和“门栓法”之时,阿根廷债券市场极度混乱,包括NML资本公司在内的一些对冲基金乘机以极低的价格买入阿根廷债券成为阿根廷的债权人。

但是,对冲基金买入阿根廷债券主要是为投机,而且投机的方式不是为了其价格上涨,而是为了获得全额支付或债权追溯权。后来,约为76%的债权人同意了2005年的债务互换协议,而对冲基金以及意大利等地的少数通过零售获得阿根廷债券的债权人,以及IMF、巴黎俱乐部等公共部门债权人等没有同意互换协议。NML对冲基金通过控告阿根廷政府,将阿根廷政府拉入司法程序之中。

2010年第二次债务互换协议仍无法解决“钉子户”债权人的利益问题。随着阿根廷与IMF、巴黎俱乐部解决其债务问题,2010年阿根廷宣布第二次债务互换协议,对共计184亿美元的私人部门债务进行重组。但是,本次债务互换参与率仅有67.7%。对冲基金等少数债权人仍未同意互换协议,从而成为“钉子户”债权人,并继续控告阿根廷政府。

经过5年多的司法程序,“钉子户”债权人控告阿根廷政府在2010年取得实质性

进展，并最终在 2014 年完胜。2010 年 4 月纽约联邦法院认为阿根廷应该平等对待所有的债权人，并根据原告的要求对阿根廷央行在纽约联储的资产进行冻结（后来在阿根廷政府强烈反对和国内美联储及财政部的干预下，被豁免）。2012 年 11 月 21 日纽约曼哈顿下城联邦法院判决阿根廷必须全额偿付，NML 资本公司胜诉。阿根廷上诉之后，2013 年 8 月 23 日联邦第二巡回上诉法院驳回阿根廷政府上诉申请，维持原判。阿根廷再度上诉至最高法院，2014 年 6 月 16 日美国最高法院最终判决阿根廷必须全额支付原告的本息并可以通过冻结资产进行相关支付。

二、阿根廷对债权人的处置机制

阿根廷之所以陷入了第二次违约的困境，与其债权人权益的处置机制是紧密相关的，阿根廷差别化的债权人处置机制导致了私人部门债权人的权益受到了较大的损害，特别是大规模的债务减计和“门栓法”引发了少数债权人的司法抗争。

阿根廷债务重组面临了三类债权人，而这三类债权人的利益相关性差。一是私人部门，二是巴黎俱乐部，三是国际货币基金组织。对于 IMF 而言，其贷款主要来自资本本金，全额偿付是 IMF 的基础诉求，否则 IMF 将面临理事会的巨大压力，同时阿根廷也无法获得 IMF 的政策支持。对于巴黎俱乐部，其贷款来自富裕国家，从经验上，阿根廷可以争取一定的债务重组空间，但是，全额支付亦是巴黎俱乐部的基本诉求。对于私人投资者，阿根廷具有较大的主动性，主权债务重组与公司债务重组具有的本质区别在于私人投资者缺乏对主权国家的任何能动性，同时，从市场规律上说，债务重组是其债券投资的风险之一。阿根廷政府实际上也是根据三类债权人的特征，构建其差别化的债务处置机制。

一是全额偿付 IMF 的债务。2006 年，阿根廷政府全额支付了 IMF 的债务本息，共计 95 亿美元。这让阿根廷从 IMF 的政策压力中解脱出来，并使得阿根廷获得 IMF 的支持和政策指导。IMF 同时认为，私人部门的债务重组特别是减计实际上是私人部门对其投资行为的一种风险承担，这对于市场风险教育和防范道德风险是有益的。在公共部门与私人部门的权益衡量之中，阿根廷应该是照顾了以 IMF 为代表的公共部门债权人的利益。

二是积极与巴黎俱乐部进行债务重组协商。2008 年和 2010 年阿根廷政府两次重申将全额支付巴黎俱乐部债务 63 亿美元，通过债务重组的方式在未来支付。同样地，巴黎俱乐部要求债务国需要进行显著的私人部门债务重组方案作为其债务重组或减

免的前提。

三是大幅减计对私人部门的债务。对于私人部门债权人，可以大致分为三类投资者：一是机构投资者或机构自营，主要是与阿根廷谈判，以争取最好的互换协议，大部分机构鉴于高昂繁复的法律程序而被迫接受互换协议。二是零售或个人投资者大多数在二级市场中“割肉”出局，这也是 NML 资本公司获得债权的主要方式，只有部分个人投资者（绝对数目仍然很大）不愿意接受互换协议而处在无望的等待。三是对对冲基金为主的投机分子，在债务违约的混乱之中以极低折扣买入债券，以期望通过司法程序获得全额支付或较高份额支付。但是，阿根廷政府实际上将这三类私人部门债权人一视同仁，不区分三类债权人的利益诉求，两次单方出台债务互换协议，并出台了对债权人极为不利的关闭条款（即门栓法，Lock Law），这是阿根廷技术性违约的债权人处置根源。

三、技术性违约的法律根源

从阿根廷违约的司法历程看，阿根廷确实有“冤枉”的成分，这次技术性违约阿根廷政府并没有主观故意，但是，从阿根廷对债权人处置的机制看，阿根廷的违约则是有一定的逻辑性，是对其单方“无赖”行为的一种惩罚。但是，比起意大利 6 万多自然人债权人的无奈而言，NML 等对冲基金则是来势汹汹、志在必得，这主要在于阿根廷债务重组过程中存在巨大的法律纰漏，使得这些对冲基金得以钻“法律的空子”。

阿根廷在主权债务重组的制度安排中，存在三个重大的法律问题：一是门栓法（Lock Law）；二是同等权益条款（Pari Passu Clause）；三是未来权益追溯权（Rights upon Future Offers）。

（一）门栓法

门栓法是阿根廷在 2005 年首次债务互换协议中就提出来的关闭条款。这个条款规定：一是禁止政府重开债务互换；二是禁止政府提供更优惠条件；三是暂停对不参与互换协议的债权人的支付责任。可以看出，阿根廷政府的债务互换本质上是对私人部门的单方一次性互换。

门栓法在阿根廷主权债务重组中发挥了很大的作用。彼德森国际经济研究所债务专家安娜认为，这个条款最大的作用是吓坏了很多债权人，从而极大地加速了债务重组的进程。在 2004 年债务互换方案刚刚出台时（即布宜诺斯艾利斯计划），很多债权

人因为偿付比例较低而不同意该方案，但门栓法出台之后，76%的债权人接受了该方案。

但是，门栓法最后成为阿根廷陷入司法泥潭并导致技术性违约的重要法律条款。一方面，阿根廷自己并不严格遵守该条款，2010年议会又批准了债务互换重开并进行了第二次债务互换。另一方面，暂停对不参与互换协议债权人的支付责任使得阿根廷陷入了司法的被动，根据阿根廷债券发行的权益条款，所有债权人享有同等的权益，阿根廷在债务重组成功之后实现了对其他债权人的支付责任，但是，却以门栓法为由拒绝了对少数债权人的支付义务。

对冲基金之所以获得美国各级法院的支持主要在于门栓法违背了同等权益条款。阿根廷在发行债券的时候，依据纽约的法律将遵循“同等权益条款”，即阿根廷的债权人将获得同等的支付权益。

（二）同等权益条款

同等权益条款是保护债权人权益的基本条款，即所有债权人享有同等的偿付权利，债务人不得对债权人实行差异化偿付义务。在纽约和伦敦等地的司法管辖中，同等权益条款是合同法等基本法的基本原则，是债券发行的基本条款，即使是国外政府在两地发行主权债券也必须遵守这个条款。

与同等权益条款相对应的是债务重组的基本条款，即集体行动条款。集体行动条款是债务重组压力分担的基本机制，即允许合格多数债权人就债务重组达成一致意见，并规定债务重组协议对所有人，包括持反对意见的少数债权人具有约束力。在引入集体行动条款之后，同等权益条款实际上就被弱化了，少数不同意集体行动方案的债权人实际上就无权对债务人提出额外的权益追溯，但是，少数不同意集体行动方案的债权人仍然享有执行集体行动方案的所有权益的权力。

阿根廷在债券发行之时，由于担心被少数大债权人所“绑架”，同时集体行动条款在上世纪90年代末期之前尚未流行，阿根廷主要是基于同等权益条款作为债券发行以及违约处置的基本条款之一。2002年，美国等强化了集体行动条款在债务重组中的应用，集体行动条款才广泛使用，2003年之后在纽约新发行的主权债务引入集体行动条款的比例基本在90%以上。

阿根廷在2005年和2010年的债务重组中都引入了集体行动条款的原则，但是阿

根廷仍面临两个法律问题。第一，2005 年债务互换协议的集体行动门槛是不低于 75% 的债权人同意，2010 年协议的门槛是不低于 60% 债权人同意。由于债务重组协议是单方协议，算不上是正式的法律条款，这个重组协议的集体行动原则对少数债权人实际上是不具有法律约束力的。第二，即使适用集体行动条款，少数不同意集体行动方案的债权人仍然享有集体行动方案的同等权益，而阿根廷在债务重组成功之后，“门栓法”拒绝对少数债权人履行任何偿付责任，实际上违背了集体行动条款的基本精神，更是违背了同等权益条款。门栓法实际上是对两个基本条款的违背，从而夯实了对对冲基金等少数债权人权益追溯的法律基础。

但是，美国最高法院的判决在全球范围内存在重大的争议，被认为在照顾了对冲基金债权人的同等权益的同时，又损害了其他债权人的权益，而且其他债权人是接受了巨大幅度债务减计的大多数，占比约 92%。

（三）未来权益追溯权

未来权益追溯权是阿根廷主权债务重组过程中与同意债务互换的债权人达成的基本条款。这个条款规定，同意债务重组的债权人具有不同意阿根廷与少数拒绝债务重组债权人进行条件性更优的谈判的权力，或者如果其他债权人未来获得更好的权益支付，那么所有债权人可以根据更好的权益标准进行追索。

这个条款限制了阿根廷与“钉子户”债权人妥协的空间。NML 资本公司的母公司艾略特基金曾经以司法程序逼迫秘鲁对其违约债务进行全额支付，NML 据此要求阿根廷照章行事并获得美国最高法院的支持。但是，阿根廷如果全额支付对冲基金债权人的本息，将带来连锁反应：一是偿还处于司法程序中的对冲基金债权人本息共计 15 亿美元，二是所有未接受债务重组债权人将跟进，这笔债务规模约 150 亿美元；三是依据“未来权益追溯权”，所有重组债权人将重新索偿，届时阿根廷的债务总额将高达 1200 亿美元，这将远远超出阿根廷的偿付能力，使得阿根廷陷入新的系统性债务危机。

对于阿根廷有一个可以想象的解决办法就是寄希望于其他债权人主动放弃“未来权益追溯权”，但是，这是极为困难的。由于很多债权人的债券在过去甚至目前都在交易之中，债权人及其所有权的追踪是困难的。阿根廷外债主要是以外币计价的，其中欧元为 58%、美元为 38%、阿根廷比索仅有 2%，其他货币为 2%，但是，其投资者分布可能远超越欧洲和美国。在阿根廷陷入司法被动之后，部分欧洲债权人发表声明愿

意支持阿根廷而放弃“未来权益追溯权”，但是，考虑到现实操作的难度，这种声明对阿根廷更多是精神上的支持。

四、阿根廷技术性违约的影响

时隔 13 年，阿根廷再度陷入主权债务违约的困局，是否会引发 10 余年前的系统性风险。笔者认为，此次违约是技术性违约，对国际金融市场和全球经济的冲击整体将是较小的，特别是不会引发系统性的重大金融风险，但是对拉美地区以及阿根廷自身会有较为负面的影响，特别是对阿根廷经济或是一次实质性冲击。

在阿根廷债务违约发生之后，股票和外汇市场都作出了一定的负面反映，道琼斯指数下跌 1.9%，富时 100 指数下行 0.64%，西班牙因在阿根廷资产头寸较大其股市下挫 2.1%，阿根廷比索兑美元在 7 月 31 日收盘价与开盘价持平，盘中最高下跌 0.5%，国际金融市场整体保持在较为稳定的趋势中，没有陷入恐慌之中。在短期之内，资本市场和外汇市场应会是小幅的负面冲击，中长期如果阿根廷没有爆发新的系统性风险，国际市场不大会发生系统性金融冲击。宏观经济会有一些的负面影响，但整体可能较为有限，特别是目前美国和欧洲是全球经济复苏的主要动力。

一定程度上，阿根廷陷入违约整体会弱化南美地区经济复苏的基础。阿根廷是南美地区最重要的经济体之一，与巴西等经济体经济关联性较强，阿根廷违约的负面经济影响会有一些的外溢效应，从而使得南美地区的经济发展面临一定的冲击。一方面是从经常项目上，地域之间的贸易往来可能会有所影响，另一方面是资本项目，可能会面临更加显著的资本流出问题，从而弱化经济增长的资金基础。

技术性违约对阿根廷经济而言，可能会是实质性的冲击。阿根廷陷入技术性违约将会传递至家庭、企业以及宏观经济，导致融资成本继续上升，货币贬值压力持续增强，通货膨胀问题更加凸显，宏观经济风险将更为严重。第一，阿根廷基准利率已经超过 20%，私人部门和公共部门融资都极为困难，债务违约可能进一步提升融资成本，使得私人部门和公共部门的资产负债表压力更为凸显，甚至引发新的债务风险。第二，此前债务货币化的政策框架导致阿根廷面临严重的通货膨胀压力，由于技术性违约将进一步抑制阿根廷的融资能力，债务货币化可能更严重，通货膨胀压力下缺乏扎实的货币政策基础。第三，阿根廷货币贬值和资本流出压力更大，虽然技术性违约之后阿根廷当天对美元保持稳定，但是，过去一年，阿根廷比索已经从 5.67 贬值至 8.19，贬值幅度超过 44%，阿根廷一度限制居民和企业购买美元，预计阿根廷未来可能继续

面临贬值压力和资本流出压力。为此，阿根廷经济面临巨大的系统性风险。

五、启示

反思阿根廷现今的债务窘境和经济困局，实质上与非审慎的财政预算框架及债务重组的制度安排等紧密相关。

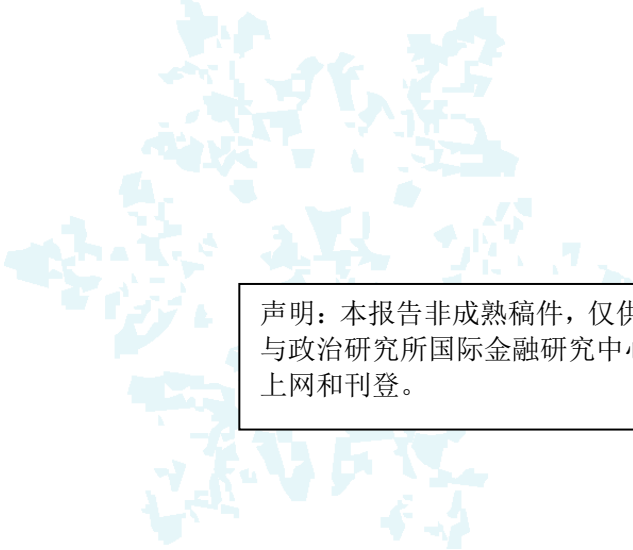
阿根廷债务重组的现实困局是其财政预算框架非审慎性所造成的，这是引发债务危机以及债务重组问题的内在根源。一方面，阿根廷在经济社会发展过程中过度依赖外部融资。阿根廷严重依赖国际资本市场为主权债务融资，以债务性资本流入代替投资性资本流入，从而使得实体部门没有获得资金流入的益处，反而加大了债务负担。另一方面，内部财政政策与货币政策统筹存在巨大的失衡问题。阿根廷长期依赖债务扩张来解决经济增长问题以及社会福利改善，而忽视经济增长内在动力的建设和产业结构的优化，期望以宽松的货币政策来环境财政与债务压力。货币政策作为长期偏中性的总量政策框架是无法解决阿根廷内部的预算和结构问题，并使得阿根廷走上了债务货币化的不归路，面临了巨大的通货膨胀压力、本币贬值压力以及经济社会稳定压力。

阿根廷债务发行以及重组机制缺乏审慎的制度安排是其被少数“钉子户”债权人所胁迫，陷入司法困境的直接根源。在债券发行过程中，过于顾及眼前利益或迫于形势所逼，使得阿根廷陷入法律层面的被动之中：其一，主要以外币发行债券，并接受纽约和伦敦的司法管辖；其二，为了防范被大债权人所约束而放弃集体行动条款，而陷入了同等权益条款的被动性。

在债务重组过程中，阿根廷更是自食其果：一是阿根廷的债务重组本质上是单方协议，缺乏与债权人的平等有效沟通，本质上是伤害了债权人利益。二是单方面出台“门栓法”，使得部分债权人权益受损，根据少数债权人根据同等权益条款获得司法程序的主动性。门栓法的施行使得阿根廷债务互换本质上是对私人部门的单方一次性互换。三是债务重组安排没有完全根据集体行动条款行事，使得少数“钉子户”债权人有权通过司法来破坏整个债务重组进程。四是设置了未来权益追溯条款，使得阿根廷与少数“钉子户”债权人谈判的条件性无法优于此前接受债务重组债权人的条件性。

从阿根廷债务危机以及债务重组困局的经验看，建立健全审慎的财政预算框架是基础性的，而在面临债务违约及重组的困局之中，设置较为审慎的主权债务重组机制亦是十分关键的。一是要施行好严格的财政预算制度，控制财政赤字以及公共债务水

平，特别是要妥善管理外债的头寸、币种以及期限。二是要协调好宏观政策框架，财政、货币以及产业政策应该相互配合，债务扩张是经济增长和产业发展的有效途径之一，但是过度的债务膨胀将面临重大风险，一旦其他产业、货币政策不协调，将引发更大的系统性风险。三是要处置好债务风险以及债务重组问题，债务的币种、期限、司法管辖权、集体行动条款等安排都是基础性的，要处置好法律条款的利害关系。最后是要发展好经济，债务问题的化解仍要有赖于经济增长与财政整固的协调发展，在整固财政及债务问题的同时，更应该保持经济发展的稳定性。



声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。