

IMF 新工作指引文件有望促進主權債務重整程序中

債務可持續性分析之資訊共享

陳立承 編譯

摘要

過去 40 年來，國際上的主權債務重整程序多在國際貨幣基金會所主導之架構下進行，而因國際貨幣基金會對於債務國償債能力之債務可持續性分析能使債權人了解其可能將承擔之債務減免總額，以便與債務國進行債務協商，因此債權人特別仰賴該分析。然國際貨幣基金會為確保該分析過程之獨立性，通常不願過早揭露債務國之關鍵經濟資訊，而此舉會使債務國與債權人間始終存在資訊不對等之情形，此一情形不但對債務協商過程造成阻礙，亦導致債務重整程序之遲延。對此，國際貨幣基金會於今（2023）年 6 月發布一內部工作指引文件，建議 IMF 在重整程序之各階段，經債務國主管機關之同意並在適當之保密措施下，應與債權人共享債務可持續性分析之相關資訊，以俾債務重整程序能夠順利進行。

（取材資料：Sean Hegan, *IMF's New Sovereign Debt Guidance Can Reduce Delays for Developing Countries*, PETERSON INST. FOR INT'L ECON. (Nov. 2, 2023), <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/imfs-new-sovereign-debt-guidance-can-reduce-delays-developing-countries>。）

今（2023）年 6 月 23 日，國際貨幣基金會（IMF）發布「主權債務重整程序下之資訊共享」之內部工作指引文件（下稱工作指引）¹，其主要關於 IMF 與債權人間在主權債務重整程序中之資訊共享。工作指引建議 IMF 向債權人以及相關利害關係人共享資訊並進行討論，並肯認 IMF 在促進即時資訊共享上之重要性²。

¹ International Monetary Fund [IMF], *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, Policy Papers (June 2023). 主權債務重整（sovereign debt restructuring）係指主權債務國透過正式程序與債權人進行債務協商，藉由更改債券條件（通常係減少票面債務價值、延長到期日）之方式減少債務國實質負債程度，降低違約風險，以恢復其償債能力之程序。詹凱惟，國際投資條約適用於主權債務重整之法律問題及未來改革方向，國立臺灣大學法律學院法律系研究所碩士論文，頁 14（2014 年）。

² *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 4.

工作指引指出，資訊共享之遲延或不足，可能導致債務重整的效率不彰、曠日廢時的協商程序、以及債權人與債務國間的資訊不對等³。因此該指引若能促使 IMF 在債務重整程序之早期階段即與債權人共享債務國之關鍵經濟資訊，便能減少債務重整程序之遲延，並使所有利害關係人受益⁴。在如今許多低收入國家與新興市場國家仍深陷嚴重債務困境的情勢下⁵，本工作指引便能即時地提供了可行之應對措施。

本文首先簡介 IMF 之債務可持續性分析在主權債務重整程序中的功能，並探討共享債務可持續性分析資訊之重要性，接著介紹工作指引之資訊共享架構，以分析此一架構於實施上的潛在問題，最後作一結論。

壹、債務可持續性分析在主權債務重整程序中之功能

關於主權債務重整程序，可分為三階段之架構⁶：第一、開啟程序階段，主要決定債務重整程序所應採用之標準；第二、談判與協商階段，債務國與其債權人商討重整所需之債務減免條件；第三、程序終結階段，在此階段中，為避免少數債權人以尋求自身利益為目的而干擾重整程序⁷，債務國須盡力確保債權人皆依據協商條件參與重整程序，使債務重整程序得以順利終結。

在開啟程序階段，若有融資需求之會員國向 IMF 申請融資，IMF 為決定是否提供援助，便會透過「債務可持續性分析 (Debt Sustainability Analysis, DSA)」之架構評估該會員國當下之債務狀況是否具可持續性⁸，而此工作指引即聚焦

³ *Id.*

⁴ *Id.* at 9.

⁵ 許多低收入之開發中國家以及新興市場國家之主權債務危機正日益加劇。See IMF, *Crisis Upon Crisis*, Annual Report 2022 (Oct. 2022), at 19; see Mark L.J. Wright & Amy Smaldone, *Are Developing Countries Facing a Possible Debt Crisis?*, FED. RESRV. BANK OF ST. LOUIS (Sept. 5, 2023), <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2023/sep/are-developing-countries-facing-possible-debt-crisis>.

⁶ SEAN HAGAN, PETERSON INST. FOR INT'L ECON., *SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING: THE CENTRALITY OF THE IMF'S ROLE 2* (2020).

⁷ 在主權債務重整程序中，因債權人數量眾多難以形成共識，故經常發生少數債權人干擾重整程序之問題，例如以外部訴訟之勝訴判決阻礙重整程序，試圖獲得償還之最大利益。詹凱惟（註 1），頁 18。

⁸ 債務可持續性分析係全盤檢視會員國之主權債務結構，以及預測該國中期（約 5 年）的債務負擔能力，以評估其債務可持續性。若 IMF 貸款援助計畫中包含債務重整程序，DSA 則在確定債務國可用於還款之財政資源上扮演重要角色。IMF, *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, Policy Papers (Apr. 2013) at 10; IMF, *Review of The Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*, Policy Paper No. 2021/003 (Feb. 2021) at 6.

IMF 在 DSA 上的資訊共享，因為 DSA 在債務重整程序中的兩個面向上具有關鍵功能：

第一，DSA 實際上決定主權債務重整程序是否啟動以及何時啟動。當會員國失去市場融資管道，無法對自身主權債務進行再融資時，通常會轉向 IMF 尋求必要的財務支持，以避免債務重整⁹。然而，若 IMF 經過 DSA 程序後認定該國之債務負擔過大，即便在任何可行之經濟調整方案下都無法償還全額債務，其債務已不具可持續性，IMF 只好要求該國進行債務重整，作為其提供援助貸款之條件¹⁰。

第二，DSA 將認定債務重整所需之減免總額。在認定債務重整程序為必要時，IMF 便需要仰賴 DSA 以計算債務國所需，能使其恢復償債能力之債務減免總額。

貳、共享 DSA 資訊的重要性

當 DSA 顯示一國之債務已不具可持續性，對於 IMF、債務國以及大部分之債權人來說，原則上皆需要一迅速使債務國恢復償債能力的債務重整程序¹¹。儘管各方有一致的利益考量，但債權人在取得 DSA 報告中所揭示之關鍵資訊（如債務國的債務減免總額）前無法順利參與談判。然而在現行政策下，完整的 DSA 報告需待 IMF 執行董事會之核准後始可對外公開，惟此時通常已是在債務國公布債務重整聲明的數個月後¹²。

⁹ See Anastasia Guscina et al., *Assessing Loss of Market Access: Conceptual and Operational Issues*, IMF Working Paper No. 2017/246 (Nov. 2017), at 41.

¹⁰ 根據《IMF 成立協定》，IMF 應制定使用其普通資金（general resources）之政策，以協助會員國按照符合成立協定條款的方式，解決其國際收支問題，並為普通資金的臨時使用建立足夠的防衛措施。因此當一國債務不具可持續性時，IMF 通常便會要求該國採取能夠恢復其債務可持續性之措施，例如進行主權債務重整。See Articles of agreement of the International Monetary Fund : adopted at the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 22, 1944 ... amended effective January 26, 2016 by the modifications approved by the Board of Governors in Resolution No. 66-2, adopted December 15, 2010, art. 5, sec. 3(a), Mar. 2020 [hereinafter IMF Articles of Agreement], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf>; See *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, supra note 8, at 8.

¹¹ *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, supra note 8, at 8.

¹² *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, supra note 1, at 11.

針對上述問題，工作指引即分別釐清重整程序各階段可提供之資訊，以解決前述債權人因未能及時獲取債務國之關鍵資訊，致其無法順利進行談判之問題¹³。

參、工作指引之資訊共享架構

工作指引分別說明 IMF 應如何在債務重整程序之三個階段與債權人進行資訊共享，以及在各階段其所應分享的資訊¹⁴。

第一、重整程序開啟前之階段。在 IMF 已評估債務國之債務不具可持續性，但債務國尚未宣布進行債務重整時，因 DSA 之相關資訊之公開將對市場造成重大影響，故 IMF 原則上不得與債權人分享任何與債務可持續性有關、具市場敏感性之非公開資訊¹⁵。不過，IMF 與債務國間依《IMF 成立協定》第四條進行諮商程序所出具之報告或是資金使用報告已經公布，IMF 在該等報告中所為 DSA 評估便例外得以公開¹⁶。

第二、重整程序開啟後之階段。工作指引指出，在貸款援助計畫之規劃期，IMF 可能需要向債權人分享特定資訊以說明為何債務國之債務不具可持續性¹⁷，例如該國所積欠之債務，以及該國所需融資之總額可能在將來無法償還，或債務國其他壓力指標達到不安全水準等 DSA 相關資訊¹⁸。而債權人在知悉 IMF 分享之資訊後，可能欲了解 IMF 貸款援助計畫參考之關鍵總體經濟指標，以加深對該計畫設計之認識¹⁹。對此，為促進債務國與債權人雙邊之溝通並加速協商程序，IMF 可以在經過債務國同意以及具適當保密措施之前提下，斟酌與債權人分享 DSA 之資訊以及 IMF 之初步觀點，包括其對債務國總體經濟變數之看法、其對債務國重新進入國際資本市場之進度與規模之看法，以及確認債權人所持債權之性質等²⁰，此階段 IMF 主要係透過與債權人共享 DSA 之資訊，聽取債權人對其評估之評論，以作為後續評估上之參考²¹。

¹³ *Id.* at 2.

¹⁴ *Id.* at 8.

¹⁵ *Id.*

¹⁶ *Id.*; *IMF Policy Advice*, IMF, <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Surveillance> (last updated July 2022); IMF Articles of Agreement, art. IV, sec. 3(a).

¹⁷ *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 8.

¹⁸ *Id.* 此處之壓力指標係指，一國主要之公共財政指標如政府總預算、經濟成長率、利率與匯率等，在面對總體經濟風險之壓力測試下，對該國債務可續性造成負面影響之程度。IMF, *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, Policy Papers (May 6, 2013), at 22.

¹⁹ *Id.*

²⁰ *Id.*

²¹ *See id.*

第三、IMF 與債務國主管機關就貸款援助計畫達成初步協議後之階段。在此階段，IMF 應在適當之保密措施下提供債權人更高程度、更細節之 DSA 資訊²²，例如對債務國更長期的總體經濟與財務狀況預測²³、債務國之債務總額與還款情形，或債務國發行之債券本金攤銷與利息支付間之相關資料分析²⁴，與 IMF 貸款援助計畫相關之債務國的公共債務目標²⁵，以及 IMF 與官方雙邊債權人之模擬問答等²⁶，因為債權人可能需要這些資訊作為其加入債務重整協議之必要保證²⁷。

另一方面，可與 IMF 進行更廣泛資訊共享之對象包含：

一、官方雙邊債權人，如巴黎俱樂部 (Paris Club) 或 G20 債務處理共同架構 (G20 Common Framework) 等倡議下之成員國²⁸。因 IMF 平時已在該等倡議中扮演協調者之角色，與該等債權人間已存在一定之保密共識，故雙方在過程中應可更直接地共享資訊²⁹。不過，考量到債權人間的公平性，IMF 工作人員在債務國同意、各方充分瞭解保密義務，以及該等債權人之參與攸關恢復債務可持續性等前提之下，IMF 應與其他官方雙邊債權人分享其已與巴黎俱樂部及 G20 債務處理共同架構等官方雙邊債權人共享之 DSA 資訊³⁰。

二、多邊債權人，如世界銀行集團及其他國際金融機構 (IFIs)³¹。當多邊債權人被要求提供債務國新資金以填補 IMF 援助計劃下的融資缺口時，其可能

²² *Id.* at 9.

²³ *Id.*

²⁴ *Id.*

²⁵ 公共債務目標，例如維持債務可持續性之指標、須達成之外債餘額及流動性的中期目標、平均與最大總融資需求。*Id.*

²⁶ 模擬問答包括債權人所欲進一步向 IMF 了解之資訊，例如達成援助計畫之目標所需的債券現值扣減幅度為何，以及是否可以在不進行面額扣減的情況下實現該目標等。工作指引並指出，此種參與形式將有助於加快官方雙邊債權人加入官方債權人委員會之過程，以促進重整程序之進行。*Id.* 雙邊債務關係係指，由一國借款予另一國，形成雙邊借貸關係之情形；而擔任借款人之國家即稱為雙邊官方債權人，其通常為巴黎俱樂部之成員國。*Classification, PARIS CLUB: THE DEBT OF DEV. CNTY.*, <https://clubdeparis.org/en/communications/page/classification> (last visited Dec. 25, 2023).

²⁷ *Id.*

²⁸ *Id.* at 10.

²⁹ *Id.*

³⁰ *Id.*

³¹ *Classification, supra* note 26; *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings, supra* note 1, at 10 (“Multilateral creditors . . . Claims granted by international financial institutions (mainly the IMF, the World Bank or regional development banks) constitute multilateral debt.”). 國際金融機構 (international financial institution, IFI) 係指為開發中國家提供財務援助以及經濟、社會發展上之專業建議並推動國際間之經濟合作的機構，其通常係指 IMF 以及世界銀行集團、非洲開發銀行、亞洲開發銀行、美洲開發銀行及歐洲銀行，所有 IFI 僅得由主權國家作為具有該機構所有權之會員而入會。VINAY BHARGAVA, *GLOBAL ISSUES FOR GLOBAL CITIZENS* 393-394 (2006).

需要更多相關數據以進一步了解貸款援助計畫³²。基於 IMF 與多邊債權人間長久之合作關係以及在保密義務上之共識，IMF 亦可與這些機構分享更廣泛的數據³³。

三、私部門債權人，如商業銀行以及公債持有人等³⁴。在特定情形下，IMF 得分享更廣泛資訊予私部門債權人³⁵。不過私部門債權人數量眾多，與其分享資訊可能有保密上之疑慮，故 IMF 需根據個案情況判斷共享資訊是否有其必要性³⁶。

肆、資訊共享架構於實施上之考量與潛在問題

工作指引中，IMF 並未同意債權人參與 DSA 之評估過程，且亦明確排除此一情形，因為若是將 DSA 交由 IMF 與債權人談判，可能破壞 DSA 之獨立性，使其失去作為公共財的正當性，並使本已具不確定性的債務重整程序變得更加混亂³⁷。然而，工作指引似乎肯認，債權人在開啟重整程序之早期階段對於 IMF 所共享之資訊的評論，將有助於 IMF 根據 DSA 資料作出之判斷³⁸。

不過，工作指引在實施上可能有疑慮，由於獲取 DSA 中具市場敏感性之資訊將有內線交易之疑慮，債權人在獲取 DSA 資訊時所須簽署之保密協議將會限制其交易資格。為了避免此一情形，債權人便可能由其財務或法律顧問來簽署保密協議以接收此一資訊，並由該顧問負責向 IMF 提供評論，藉此規避前述內線交易之限制。另外，工作指引也未處理如債權人藉由外部訴訟干擾重整程序 (holdout) 之行為等導致債務重整程序延誤的其他問題³⁹。

伍、結語

綜上所述，當債務國需要進行債務重整以恢復其債務可持續性時，IMF 應透過與債權人共享 DSA 資訊之方式，促進重整程序之進行⁴⁰。而本工作指引即

³² *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 10.

³³ *Id.*

³⁴ *Classification*, *supra* note 26.

³⁵ *Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 10.

³⁶ *Id.*

³⁷ Sean Hagan, *More DSA Transparency, Please, Every Little Bit Helps*, *FIN. TIMES* (Mar. 15, 2023), <https://www.ft.com/content/2d5f3af5-c34d-406c-b9f0-056efc83cc51>.

³⁸ *See Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 8.

³⁹ 如前註 7 所述，在主權債務重整程序中，因債權人數量眾多，互相之間難以形成共識，故常發生少數債權人干擾重整程序之問題。詹凱惟 (註 1)，頁 18。

⁴⁰ *See Staff Guidance Note on Information Sharing in the Context of Sovereign Debt Restructurings*, *supra* note 1, at 2.

為 IMF 為嘗試解決債務國與債權人間資訊不對等之問題而提出之資訊共享架構，儘管此架構可能存在實施上的問題與限制，但無論如何，此工作指引都象徵著債務重整程序改革中重要的一步。

