

GCAB

**Global Committee of
Argentina Bondholders**

アルゼンチン共和国債権者
グローバルコミッティー

2004年8月

本資料は議論の目的にのみ使用されるものであり、債券売買のための売出し及びその勧誘を目的にしたものではありません。本資料は、全体であれ一部であれ、いかなる投資決定の基礎となるものではなく、あらゆる投資機会に関していかなる評価、推奨を行うものでもありません。本資料は信頼できると思われる情報源から入手しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に含まれる財務・経済予測及び価格予想は例示にすぎず、結果として不正確あるいは不完全であるとされる可能性がある仮定に基づいて作成されたものです。実際の価格、履行、結果は今後大きく変更される可能性があります。GCABは本資料に関連して、本資料に含まれる情報の誤認、省略等のいかなる責任も負うものではなく、全体的にも部分的にも最新の情報に更新する義務を負うものではありません。アルゼンチン国債投資家の方は、本資料やその他GCAB又はそのメンバー・関連会社・アドバイザーに拠所することなく、ご自身のアドバイザーと相談を行った上、適切と思われる情報に基づきご自身で分析及び判断を行って頂くようお願いいたします。その他、財務、経済、法律、規制、税制その他の取引に係る諸リスク(ストラクチャー、提案された新債券の条件、ア共和国の政治・経済状況、兌換性及び為替リスク、その他のエマージングマーケット国からもたらされるリスクを含む。)については、投資家ご自身のお考えで評価して頂きますようお願いいたします。本資料は、本資料の日付現在の情報に基づいて作成されたもので、今後、通知なくして変更される可能性があります。本資料に含まれる見解は、必ずしもGCABのメンバー・関連会社・アドバイザーの立場を示すものとは限りません。GCAB及びそのメンバー・関連会社・アドバイザーは、本資料において議論されている債券(又はこれらの債券に関するオプション)に関する取引において当事者としての立場を有し且つ当事者として当該債券(又はこれらの債券に関するオプション)を取引することができます(かかる立場又は取引は、本資料で議論されている事項と矛盾するものを含まず。)

概況

交渉方針

経済の枠組み

具体的な再編案

概況

背景

- 2001年12月、アルゼンチン共和国(以下「ア共和国」)は元本額900億米ドル超の債務につき、債務不履行に陥った。
 - トータルで810億米ドル超の債券元本が含まれる。
 - 8つの準拠法に基づき7種の通貨で発行された152種類の債券が含まれる。
 - 経過利息は2004年末までに250億米ドル超に達すると見込まれる。
- 当初、ア共和国は、その後IMFに認知された債権者グループと建設的な交渉を開始する用意があると表明。
- 各国の主要債権者グループは、ア共和国と交渉を行うためにGCABを結成。
- ア共和国は未だ債権者との対話を開始せず、また債権者グループによる個別の債務再編案も完全に無視している。
- ア共和国は、2003年9月及び2004年6月の2度に渡り、“最後の”債務再編ガイドラインを一方的に発表した。

GCABはア共和国と重大な交渉を行うにふさわしい交渉相手である

2004年1月、世界各地の主要な債権者グループ及び委員会がGCABを結成

目的

GCABのステアリング・コミッティーは、アルゼンチン国債について、誠実に、市場ベースで、債権者の総意に基づく衡平な債務再編に向けた交渉を行う権限を与えられている。

幅広いカバー率

GCAB は約370億米ドルの債権者の利益を代表。

- 500千以上の小口投資家や100以上の機関、銀行、組合、コミッティーなど
- 7種の通貨で発行された100種類以上の債券
- ア共和国外の債権者が保有する債券の約75%の利益を代表

リーダーシップ

ステアリング・コミッティーは、ステアリング・コミッティーによる交渉が、GCABのメンバーにより承認されることを確信している。

GCABの原則と目的

専門チーム

- ステアリング・コミッティーをアシストする財務アドバイザーを任命し、ア共和国との早期合意が可能な解決策を導くための専門チームを結成した。

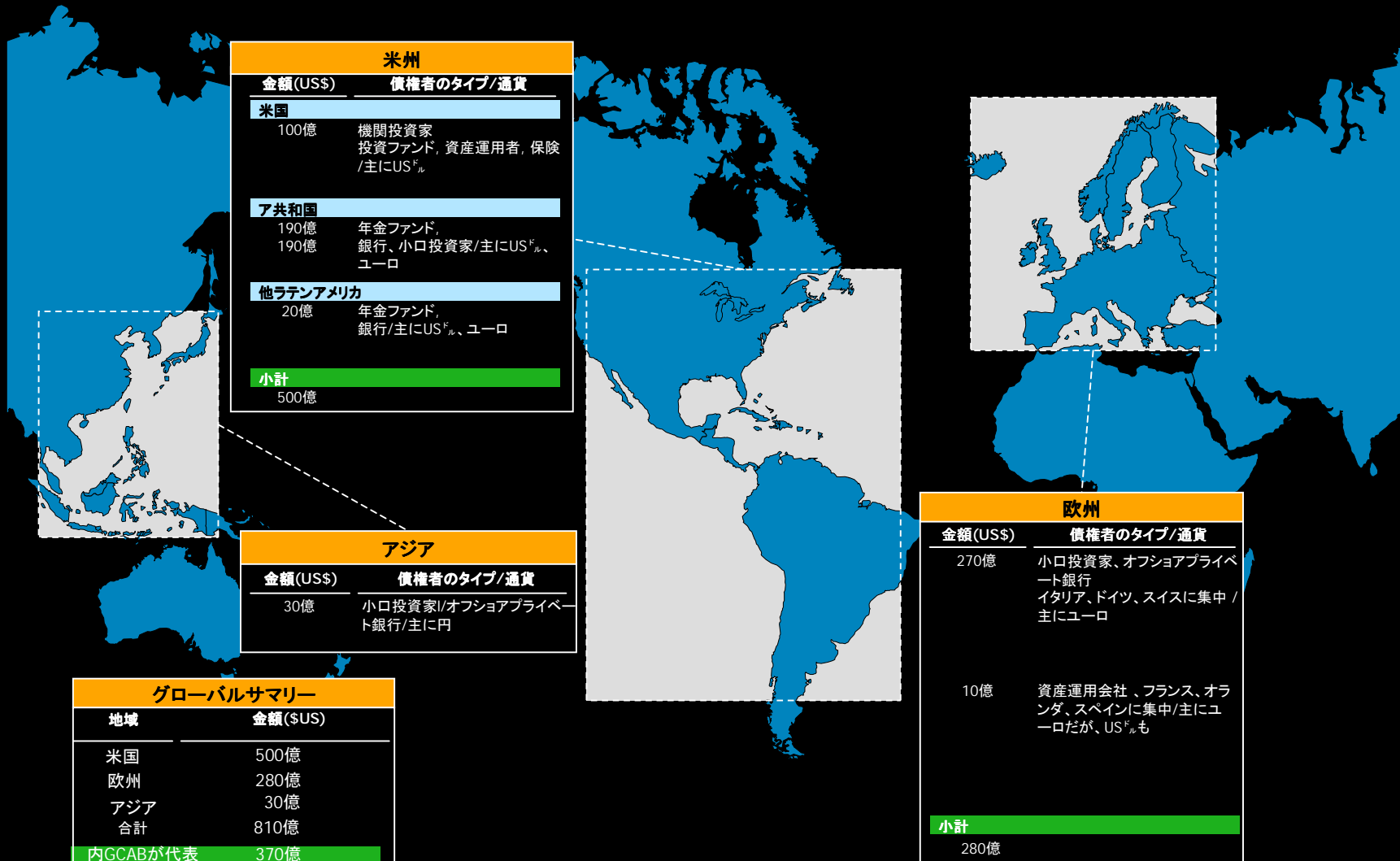
交渉

- 誠意ある交渉によって合意に至る債務再編交渉は、長期に亘り且つコストのかかる訴訟より好ましいはず。

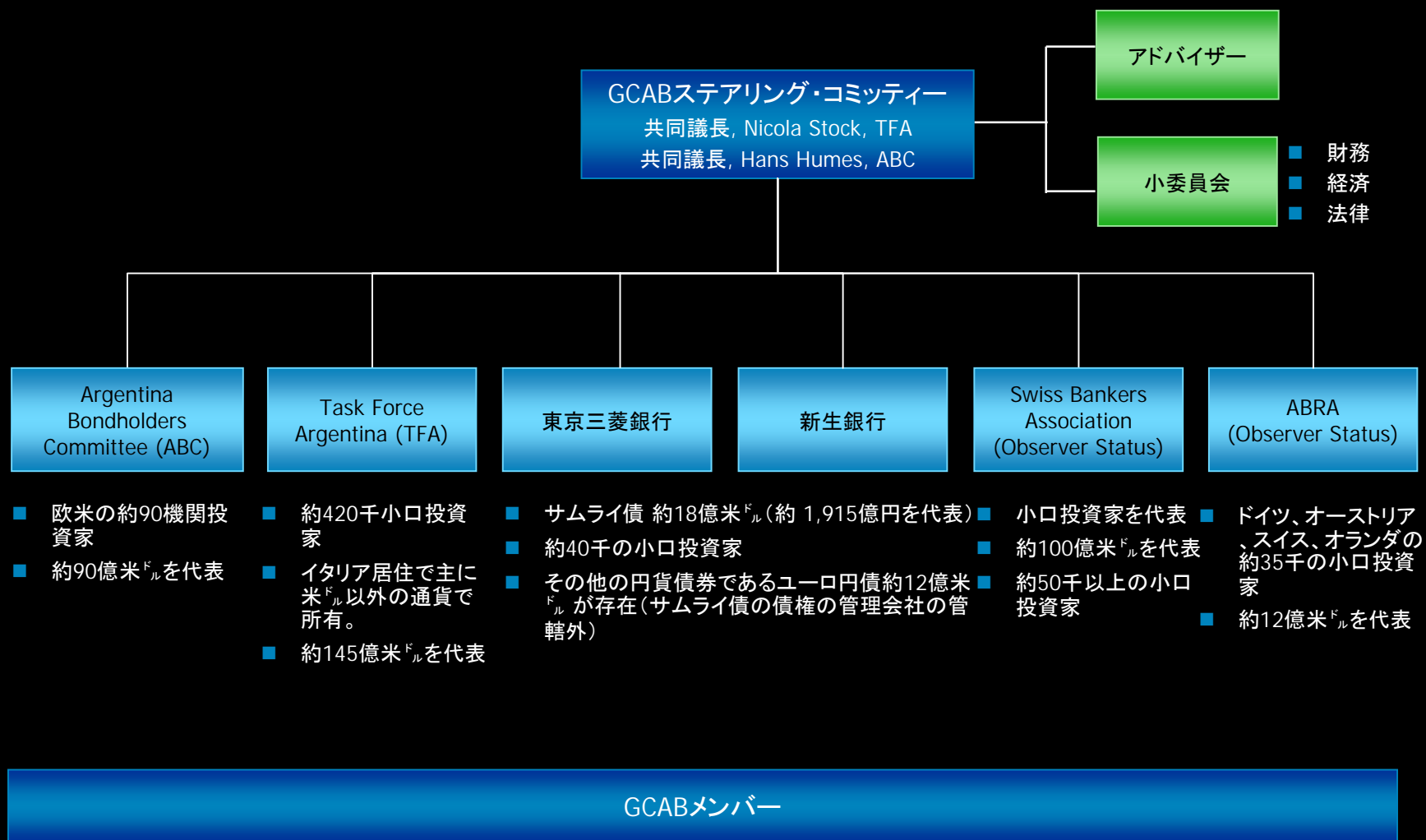
バランスの取れた 解決方法

- 債権者に求められる譲歩は、ア共和国の債権者に対する返済額を最大化するための努力とバランスがとれていなければならない
- かかる努力により、ア共和国に今後の長期的な成長と資本市場への復帰がもたらされなければならない。

アルゼンチン国債保有者は全世界に存在



GCABは世界の主要な債券保有者グループを代表



交渉方針

ア共和国の対応

2004年3月のア共和国とIMFとの趣意書において、ア共和国は、米国財務省及び他のG7各国から正式に認知されたGCABを含む民間債権者と誠意ある交渉を行うことに合意した

GCABの認知を拒絶

趣意書における合意にもかかわらず、ア共和国は一貫してGCABその他の債権者グループと交渉することはおろか、認知することさえ拒み続けている。

一方的な対応

ア共和国政府は2004年6月11日に米国証券取引委員会 (SEC) へ”最終“案を提出した。

意図的な不明確化

債権者への一方的な説明を“交渉”と称している。

債権者との実質的な議論を避けるため法律アドバイザーを隠れ蓑にしている。

年金受給者等の個人投資家が全体の40%以上の債券を保有しているにもかかわらず、これら債権者を“ハゲタカ”と呼称している。

実質的な拒否

極めて低い合意率の最低ライン(50-70%)を想定している一方で、再編に応じない債務は一切尊重するつもりはないという意思表示は、拒絶に等しい。

豊富な先例

過去のソブリン及びコーポレートの債務再編事例は、組織的な債権者グループとの対話を通じ、債権者の合意を得ることの必要性を示している

- 1980年から1996年までの間に、49件のソブリン債務再編があった。
- 先例に倣い、デフォルトしたソブリンは、銀行団との交渉に臨み、合理的な手数料や費用を補償した。
- デフォルトしたソブリンは、債権者グループは交渉相手としてはあまりに分断されすぎていると主張した。
- しかしながら、これはコーポレートにおける債務再編との一貫性を欠くものであり、またGCABは370億ドルを代表している。

ア共和国の提案はソブリンの債務再編における最低水準を更新

年	国名	経過利息 の支払い	元本削減率(%) ⁽¹⁾	一人当たり GDP (米ドル)
1990	メキシコ	-	35%	\$3,160
1990	ベネズエラ	-	30	2,500
1993	ヨルダン	Yes	35	1,100
1994	ポーランド	Yes	45	2,600
1994	ガボン	Yes	0	4,120
1994	ア共和国	Yes	35	7,500
1994	ブラジル	Yes	35	3,550
1994	エクアドル	Yes	45	1,480
1995	ブルガリア	Yes	50	1,150
1996	パナマ	Yes	45	3,000
1996	ペルー	Yes	45	2,330
1999	パキスタン	NA	0	475
2000	ウクライナ	NA	0	825
2000	ロシア	Yes	38	1,790
2001	エクアドル	Yes	40	1,100
2003	ウルグアイ	NA	0	3,150
2004	ア共和国(6月提出内容)	No ⁽²⁾	63% 80 (現在価値での損失)	\$3,500

出所: Moody's, Bear Stearns, IMF, market sources.

(1) 元本削減債における名目削減額を示す

(2) 経過利息の取り扱いの詳細は不明

公正且つ公平な解決によって、高い参加率が獲得できる

	<u>ウクライナ</u>	<u>パキスタン</u>	<u>ロシア</u>	<u>ウルグアイ</u>
年	1998-2000	1999	1999-2000	2003
金額 (10億ドル)	2.8	0.6	31.6	4.9
参加率 (%)	97	99	98	92

ア共和国は、事実上、不平等な交渉条件を作りあげている

債務再編を合意に導くために、ア共和国はGCABと誠意ある交渉を行い、かつGCABに合理的な手数料及び費用を支払うことに合意する必要がある

- ア共和国は、債務再編におけるストラクチャー、交渉及びその完成のため、6つの財務アドバイザーと4つの法律アドバイザーを起用した。
- GCABメンバーは、ア共和国と建設的な対話を行うため、これまでに多大の時間と人的資源を投入している。
- GCABは、財務アドバイザー及び法律アドバイザーを起用することにより、ア共和国との交渉条件を平等なものとし、ア共和国の債務危機の早期解決を可能とする。
- ア共和国が訴訟を回避するためにはGCABの支持が必要である。

ア共和国の債務再編案は容認できない

ア共和国によって最近発表された債務再編案は、今までのソブリン債の債務再編との整合性がなく、加えてア共和国の真の支払い意思と、債権者に求められる譲歩とのバランスが取れていない。

先例との不整合

- ア共和国の債務再編案は、現在価値ベースで80%超の削減を債券保有者に要求するものである。
- ア共和国の債務再編案は先例との整合性がなく、ソブリン債の債務再編における最低水準を築くこととなる。

非現実的な仮定

- ア共和国の経済モデルは、国内的にも整合性がなく、債務返済能力に対する現実的な評価を示していない。
- より現実的な仮定を用いることで、債権者に追加的返済がもたらされ、将来の資本市場への復帰のためのフレームワークが示されることになる。

情報の不足

- ア共和国の債務再編案は、十分な理由付けをすることなく、一方的に多額の債務を再編の対象外としており、実質的に債権者を劣後させるものである。
- 重要な前提となる仮定についての説明を回避している。

実質的な拒否

- 極めて低い合意率の最低ライン(50-70%)を想定している一方で、再編に応じない債務は一切尊重するつもりはないという意思表示は、拒絶に等しい。

債務再編失敗に伴う多大なる代償

- 訴訟は既に提起されており、今後確実に増加する。
- 資本市場が再開され、ソブリン及びコーポレート部門に再び資本が流入しなければ、ア共和国経済の回復は見込めない。
- 特に、ア共和国の事実上の債務支払拒絶にもかかわらず、IMFが金融支援を続けるような場合には、公的セクターの信頼は失墜する。
- エマージングマーケット資産クラスに悪影響を与える。ーア共和国が首尾良くデフォルトに係るコストを低減させた場合、シングルB格のソブリン債のリスクプレミアムは上昇する。

政府・公的機関のコメント

G-7 財務相
2004年2月7日

“ア共和国は債務再編計画について、より多数の債権者の参加を得るべく債権者と建設的な関わりを持つべきである。”

IMF
2004年3月22日

“債務再編のフレームワークの実施はア共和国が国際社会から継続的な支援を獲得するために必要不可欠である。また債権者と債務交換条件のあらゆる側面について協議するべきとの当局の意思表示は極めて重要である。当局は最高度の参加率を達成すると同時に、訴訟リスクを軽減し、債務持続性を回復する精緻な債務再編案作成のための作業に真摯に取り組むべきである。”

ラバーニャ経済大臣
Ambito Financiero
(地場新聞)
2004年6月23日

“債務再編交渉を進展させるというア共和国の約束は疑いなく履行されている。”

経済の枠組み

ア共和国は債務返済能力を過小評価

GCABの債務再編の枠組みは、現在価値基準で全債券額810億米ドルの55%に達する追加的返済能力要因があることを提示する

プライマリー収支

- ア共和国のプライマリー収支予想は、その債務返済能力を現在価値基準で約250億米ドル過小評価している。

外貨準備高

- ア共和国の外貨準備高は、180億米ドル超に増加した—そのうち約50億米ドルは債権者への返済に向けられるべきである。

資本市場へのアクセス

- ア共和国の債務持続モデルは、将来の資本市場への復帰がないと仮定している。
- 経済政策の変更と結びついた、総意に基づく債務再編によって、ア共和国の資本市場への復帰が早められる。
- 資本市場へのより早い復帰により、ア共和国の債務返済能力は現在価値基準で約150億米ドル高まる。

プライマリー収支

適切な経済政策及び整合性のある仮定により、極めて高いプライマリー収支がもたらされる

現在価値基準で
の効果(概算)

更なる財政努力

170億米ドル

- ア共和国は合理的な返済能力を生む財政政策を採用すべき
- 新債券存続中は、その政策は継続されなければならない

不整合の修正

30億米ドル

- ア共和国が採用するインフレ率と為替レートとの関係についての仮定には整合性がない

GDP成長率の向上

50億米ドル

- ア共和国はより高いGDP成長率を維持すべき

250億米ドル

ア共和国のプライマリー収支目標は低すぎ、自国の債務返済能力を過小評価している

- ア共和国は、2005年から2030年において、平均年率2.6%のプライマリー収支を目標としている。
- GCABは、ア共和国が、同期間において、平均年率3.3%のプライマリー収支を達成することが可能であると考える。
- 上記格差によって、ア共和国の債務返済能力は現在価値基準で170億米ドル増加する可能性がある。

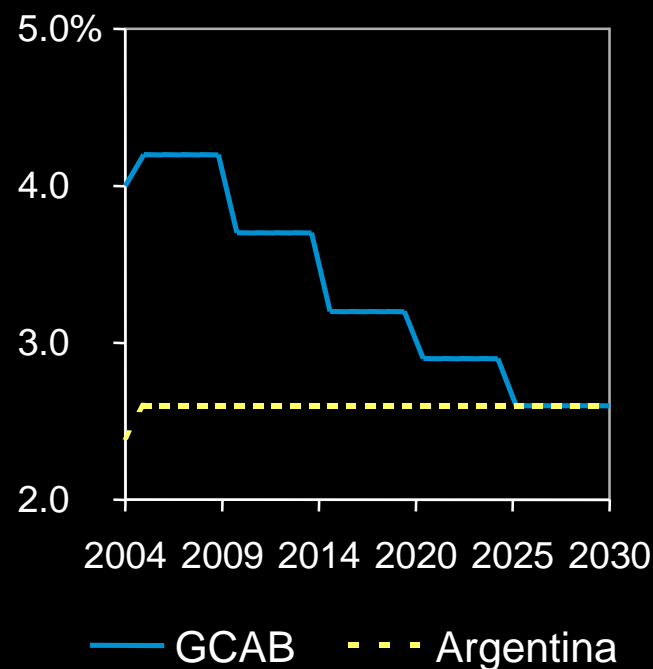
GCABが提案する3.3%という平均プライマリー収支は、合理的である

- ア共和国は、既に対GDP比4.0%のプライマリー収支黒字を達成しつつある。
- GCABは、債務/GDP比率の低下に従って、プライマリー収支パーセンテージを徐々に低下させることを仮定している。
- この仮定は、その他のエマージング諸国の経験則によって裏付けられるものである。

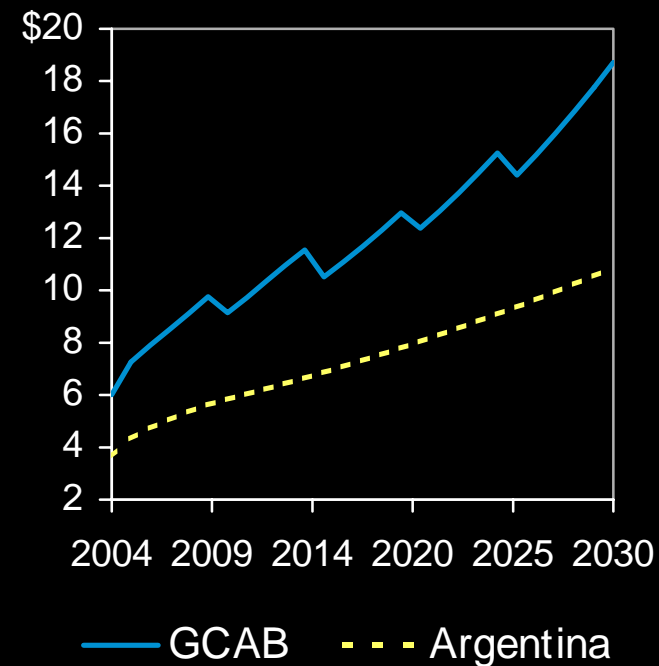
(単位: 10億ドル)

GCABは、経済成長に応じてプライマリー収支が低下すると控え目に予想している

プライマリー収支 of GDP %

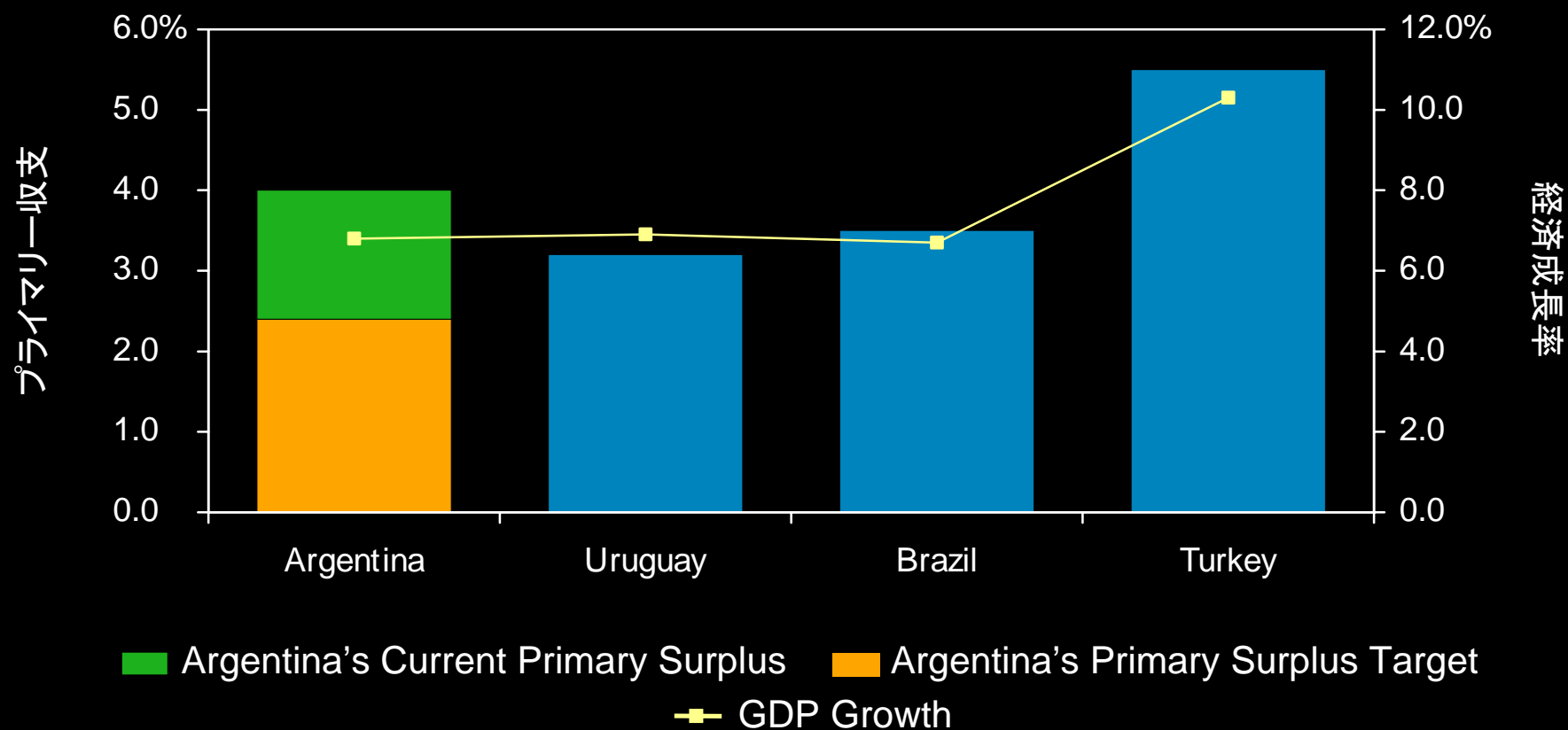


プライマリー収支 (USドルベース)



出所: MECON, National Sources, and BSC.

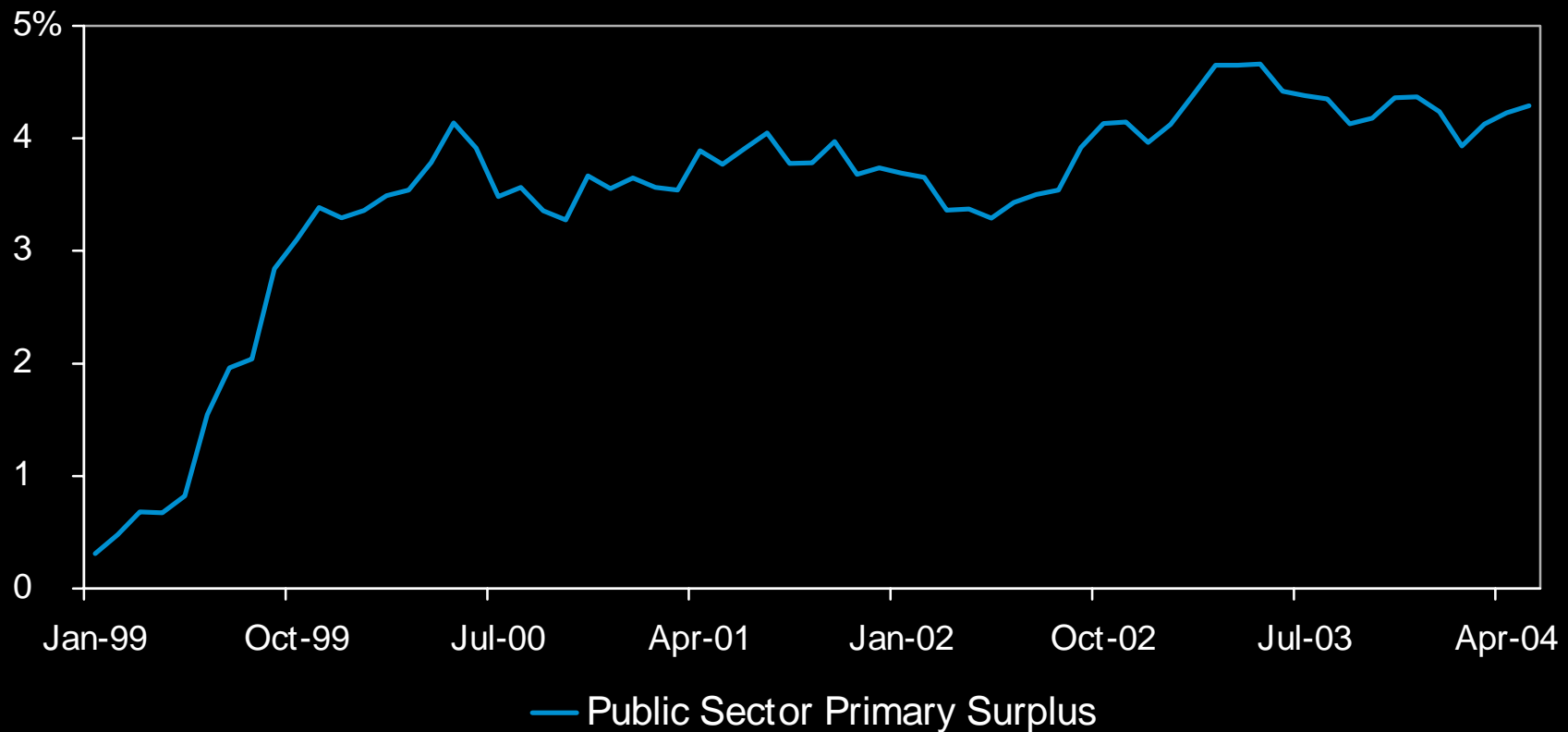
重債務を負う他の発展途上国は比較的高いプライマリー収支と経済成長の双方を達成している



注: ア共和国、ブラジル、ウルグアイの経済成長率は2004年第1四半期成長率の季節調整済み年率換算、トルコは前年同期比

出所: IMF、National Sources、Bear Stearns.

ブラジルは、健全な政策が、GCABがア共和国に提示する水準より高い継続的プライマリー収支をもたらすことを実証している



ア共和国のインフレ率及び為替レートの仮定には、整合性がなく、また自国の債務返済能力を過小評価している

- ア共和国の2005～2030年における平均年率3%のインフレ率の仮定は低すぎる。
- ア共和国の今後のペソの実質的な減価予想は、低率なインフレについての仮定との整合性がない：減価は必然的にインフレをもたらす。
- GCABの見解は以下の通り。
 - より現実的な年間平均インフレ率は5.2%である。
 - かかるインフレ率は名目為替レートの減価よりも、実質為替レートの安定によって示される。
 - これらの要因はア共和国の債務返済能力を現在価値基準で約30億米ドル高める。

平均年率5.2%のインフレ率と実質為替レート水準は現実的なもの

- 成長途上にあるエマージング市場諸国のインフレ率は、一般に、賃金水準の上昇の影響から、より高い傾向にある。
- 名目為替レートが減価する一方で実質為替レートの安定を維持しているエマージング諸国のインフレ率は、賃金水準の上昇及び生活水準の向上を反映して、先進国のインフレ水準を上回る傾向にある。GCABは先進国のインフレ率を2.0%と予想する。
- GCABは安定的な実質為替レートを仮定しており、これによりア共和国のGDPは米ドル基準で均等購買力を維持される。

ア共和国のGDP予想は、自国の債務返済能力を過小評価をしている

- ア共和国は2005～2030年の年間平均実質GDP成長率を3.3%と予想している。
- GCABは、債務返済能力をベースとした総意に基づく債務再編という状況において、この期間における年間平均実質GDP成長率は3.6%が現実的であると考える。
- ア共和国とGCABのそれぞれの仮定の格差によって、ア共和国の債務返済能力は現在価値基準で約50億米ドル高められる可能性がある。

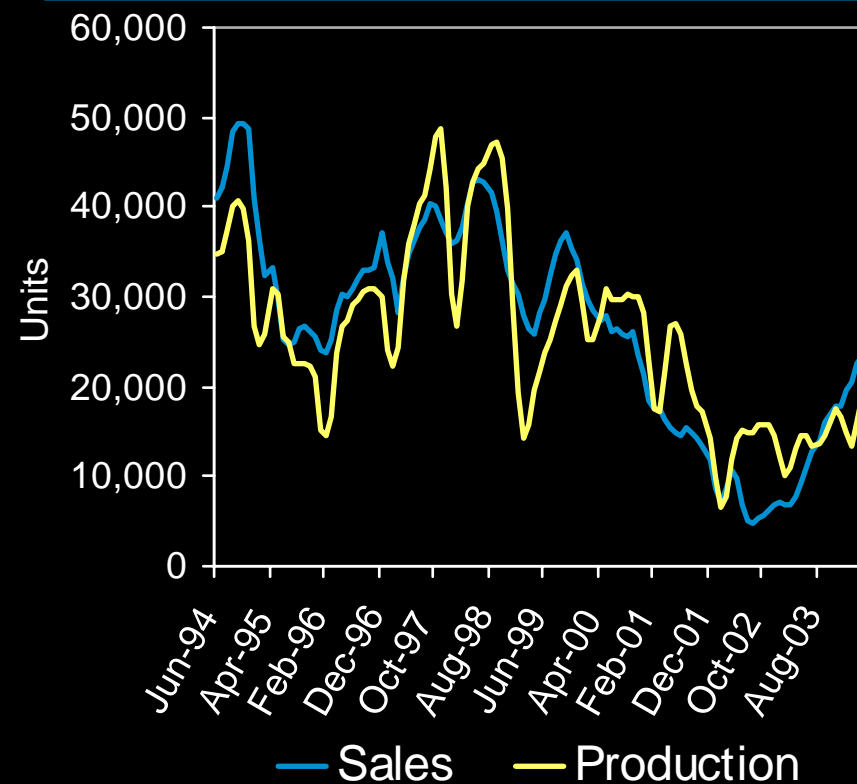
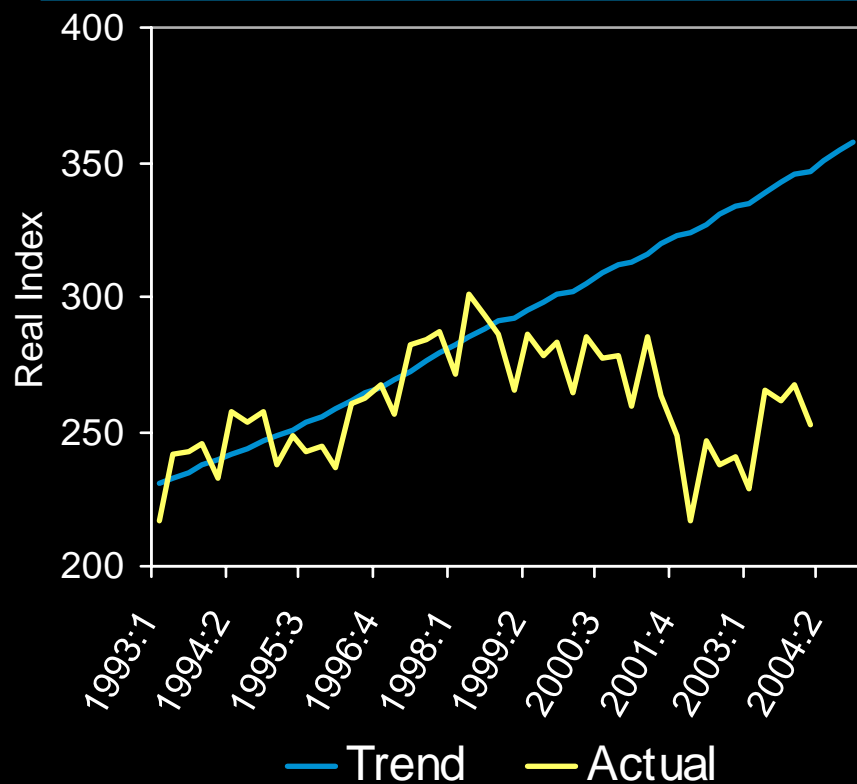
平均年率3.6%のGDP成長率は、妥当な水準

- ア共和国は、既に前年同月比で10%の成長率を記録している。
- ア共和国の経済水準は依然、低い水準にあり、今後の成長余力は十分にある。
- 構造改革のための重要な機会である。
- ア共和国は健全な政策によって、より多くの資本及び投資を呼び込むことができる。
- 4.2%の成長率は中期的に達成可能な水準である。

ア共和国経済は低水準からの成長過程にあり、成長余力もある

深刻な景気後退がア共和国をその成長能力から大きく引き離している。

乗用車の生産及び販売は急速な反騰を示しているが、同時に、ア共和国がいかに潜在力を持っているかも示している。



出所: INDEC, Bloomberg and Bear Stearns

ア共和国にとって構造改革に向けての重要な機会である

財政改革

ア共和国の税制は、依然として歪んだ金融取引税及び輸出税に依存している。より効率的な税制とするためには、より低い税率を幅広く適用することが必要となろう。中央政府、州政府共同で関与する税制の見直しが必要である。

市場改革

経済をより柔軟かつ競争力のあるものにするためには、エネルギー市場の改革、現実的且つ予想可能なエネルギー料金システム、雇用市場の変革が必要である。

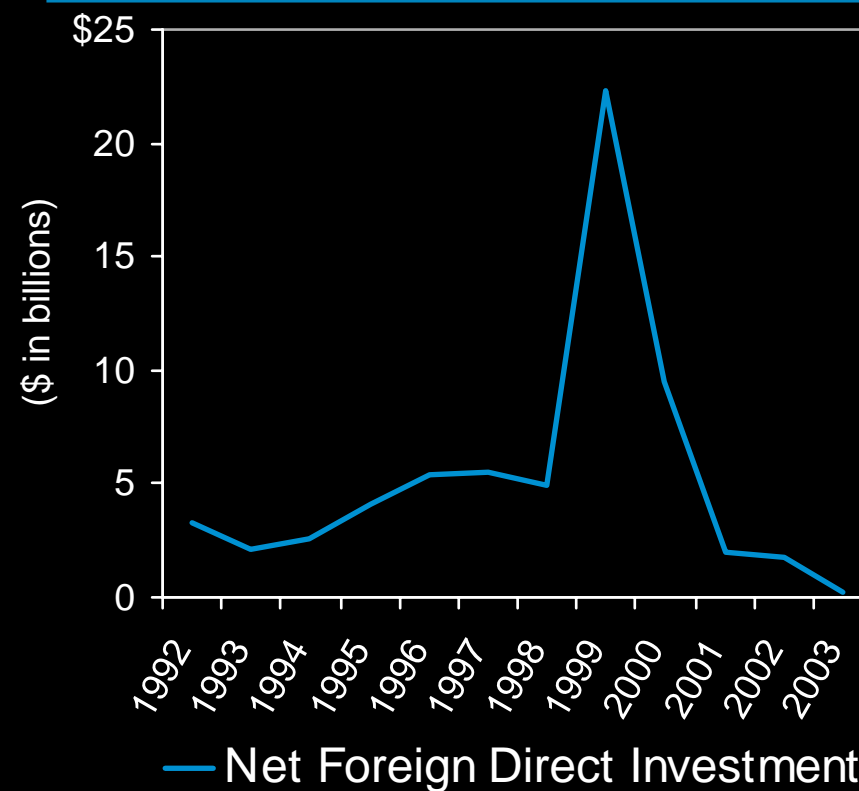
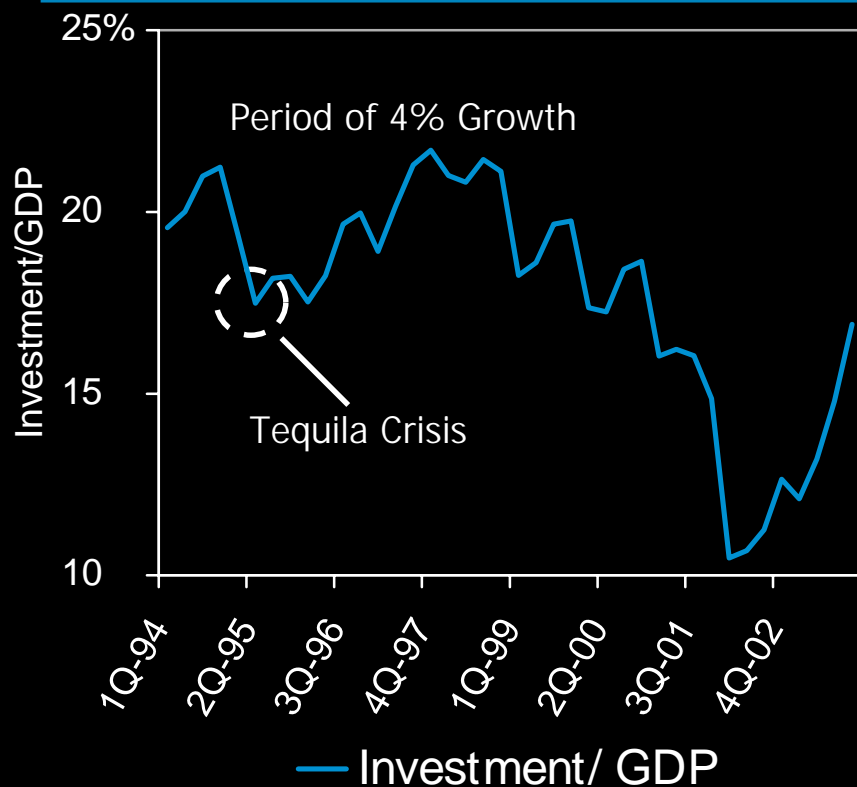
銀行改革

銀行部門は、不安定であり、一層の改革が求められる。

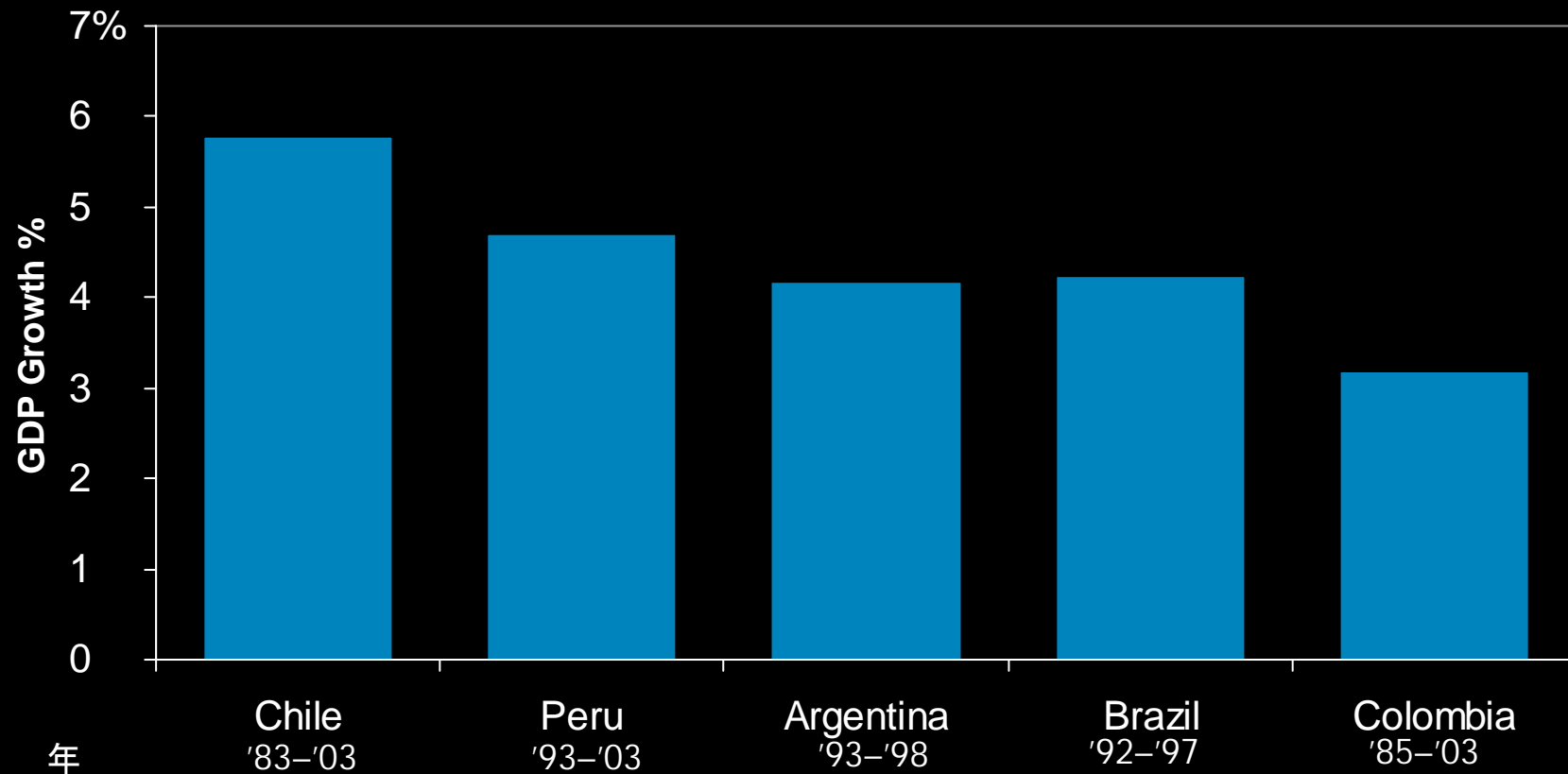
ア共和国は、健全な政策によって、より多くの投資を呼び込むことができる

グローバル経済への復帰により、ア共和国の成長可能性を引き出すより高い水準の投資が導かれる。

信頼できる債務再編案は、ア共和国が外国投資を再度、呼びこむことを可能にする。



ア共和国の実質GDPは今後10年間、平均年率4.2%で成長すると予想されるが、これは他の発展途上国の債務再編後の成長トレンドに合致している



より現実的なプライマリー収支の仮定(要約)

現実的な仮定に基づいた債務持続可能性モデルは、アルゼンチン国債保有者に、より多額の返済をもたらす

仮定	期間	ア共和国	GCAB	現在価値基準での効果
プライマリー収支 (連邦ベース)	'05-'30	2.6%	3.3%	170億米ドル
実質為替レート	'04-'08:	1.77	1.84	30億米ドル
	'05-'30:	2.08	1.74	
インフレ率 (消費者物価指数)	'05-'14:	3.4%	5.6%	50億米ドル
	'05-'30:	3.0%	5.2%	
実質GDP成長率	'05-'14:	3.5%	4.2%	50億米ドル
	'05-'30:	3.3%	3.6%	
				250億米ドル

ア共和国は、外貨準備高のうち少なくとも50億米ドルを債権者に支払うことが可能である

- 現金及び準備金は、ア共和国がデフォルトした債券の利払いを滞ったこともあり、過去1年半に100億米ドルから180億米ドルへ80億米ドル増加した。
- 流動性維持のための現金及び準備金は、130億米ドルで十分である。
- 通常、適正と考えられているのは現在の経常輸入額の3ヶ月分であるところ、130億米ドルは、約6か月分に相当する金額である。

ア共和国の債務返済能力は資本市場への復帰によって増加し得る

- GCABの枠組みは、総意に基づく債務再編が完了し、GCABが主張する経済政策を実行することによって、ア共和国が2008年までに国際資本市場へ復帰し得ると想定している。
- 借入れ余力は、2005-2015年において対GDP比1.0%、2016-2030年において対GDP1.5%増加すると想定される。
- 資本市場からの新たな資金の流入により、ア共和国の現在の債務返済能力を現在価値基準で約150億米ドル増加させることができる。

具体的な再編案

GCABの交渉ガイドライン

交渉努力

ア共和国による債務再編案はア共和国とGCABとの間の有意義な交渉を反映したものでなければならない。

透明性

交渉には以下の点が含まれる必要がある。:

- (i) ア共和国の今後の経済プログラム及び経済政策の完全な公開
- (ii) ア共和国発行にかかる全ての債券及び債務再編に先立ちなされた関連取引の完全な公開
- (iii) 債務再編対象外とせざるを得ない債券の理由説明

平等な取り扱い

全ての債券保有者はその場所、通貨、投資家タイプ(小口・機関投資家など)の違いにかかわらず平等に取り扱われる。

公平な経済負担

債権者とア共和国との間での経済的負担の公平化。

経過利息の支払い

債務不履行以降に期限が到来した利息及び元本の支払いの確保。

債務持続可能性

ア共和国に長期的な債務持続可能性及び経済成長をもたらすものでなければ債務再編を成功裏に終了させることはできない。

最低合意率

債務再編を成功裏に終了させるためには、額面にして90%以上の合意率が必要である。

GCABの債務再編の前提

項目	仮定
IMF債務	今後12～15年後に完済
債務再編対象債務の借換	100%資本市場での借換
国際資本市場への復帰	2008年
国内資本市場への復帰 ⁽¹⁾	2005年
債務再編対象外債務 ⁽²⁾	国際金融機関、BODEN債、 国による保証ローン、州による保証ローン
プライマリー収支- 全支払い利息額(対 GDP)目標	-1%(2005～2015年) -1.5%(2016～2030年)
割引率	9% + 米国債ゼロカーブ金利 ⁽³⁾

(1) 国内の資本市場は既に再開されている。

(2) 上記の前提は、説明目的のためのみの掲載であり、GCABはこれらを今後精査し、これらの前提の改訂を図る予定である。

(3) 現在の取引水準及び債務再編後のBoden債及びブラジル債の取引水準を想定し設定。Boden債は現在、米国債ゼロカーブ金利+1065bps、ブラジル債は米国債ゼロカーブ金利+650bpsで取引がされている。GCABはBoden債のスプレッドは債務再編後に縮小し、ブラジル債を上回る水準で取引が行われることを想定している。なお、GCABは、新債券も同様に縮小すると予想するが、Boden債の取引水準は上回ると予想する。

債務再編案(1)

全てのトランシェは、等価値である

償還期限:	10年	20年	30年
適用:	最終償還期限が2005年以前	最終償還期限が2006-2014年	最終償還期限が2014年以降
償還スケジュール:	5年目以降均等払い	7年目以降均等払い	14年目以降均等払い
個人投資家向け			
名目上の削減率:	0.0%	0.0%	0.0%
利率(米ドル):	3.00%-3.25%	5.875%-6.125%	<u>ステップ・アップ:</u> 1-13年目 6.875%-7.125% 14-30年目 8.875%-9.125%
機関投資家向け			
名目上の削減率:	20%-30%	20%-30%	20%-30%
利率(米ドル):	7.00%-7.25%	8.875%-9.125%	<u>ステップ・アップ:</u> 1-13年目 9.375%-9.625% 14-30年目 12.875%-13.125%

(1) 上記においては、市場における評価方法のコンセンサスがなないので、GDPリンク債及びその他の類似のものは考慮されていない。GCABは、実際の交渉において、これらについても考慮する。

債務再編案 (PDI Bonds)

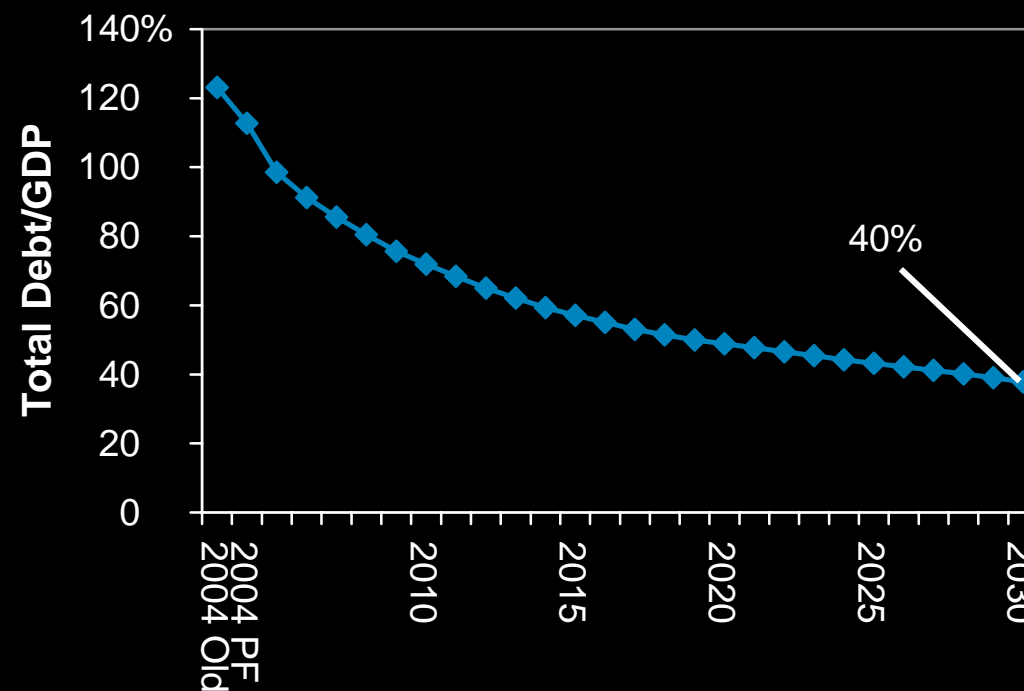
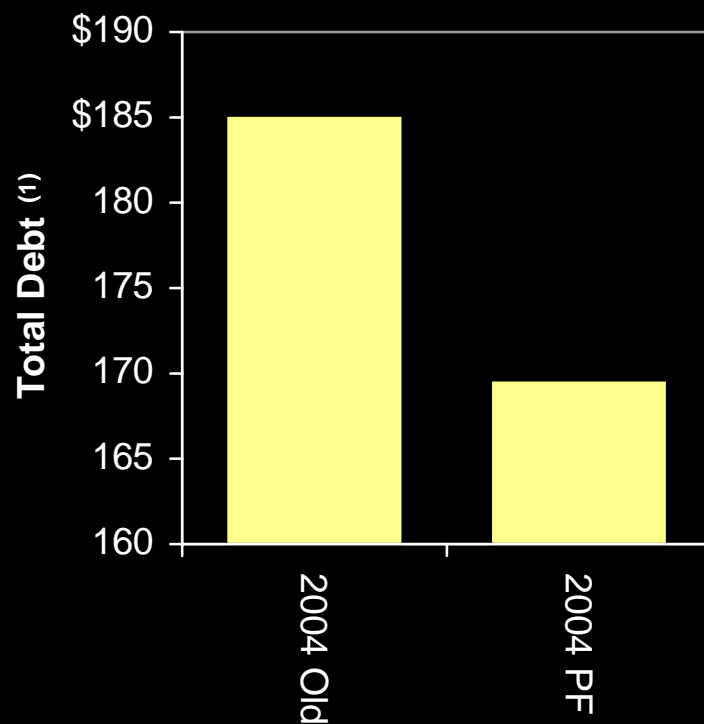
- 債務対象債務の各々にPDI部分が付与される。PDI金額は、当初約定金額及び当初利払期を基に決定される。
- 既に償還期限を迎えている各債務再編対象債務について、PDIは当初約定金利で利息を計上し続ける。
- GCABの試算では、PDI合計額は2004年末までに260億米ドルを超えるものと予想される。
 - PDIには、未だ金額が確定されていない、未払い利息額に対する孫利は含まれない。
 - パリクラブ協定では、未払い利息額に対する孫利を計算に含む。

機関:	15年
対象:	すべての債券
前払い:	15%-25%
名目元本削減率:	0%
返済計画:	11年目以降均等払い
金利水準 (米ドル建):	5.375%-5.625%

(単位:10億米ドル)

理論上の影響

- 大幅な債務免除は、額面額で全債務を計上する場合には、部分的に反映されるにすぎない。

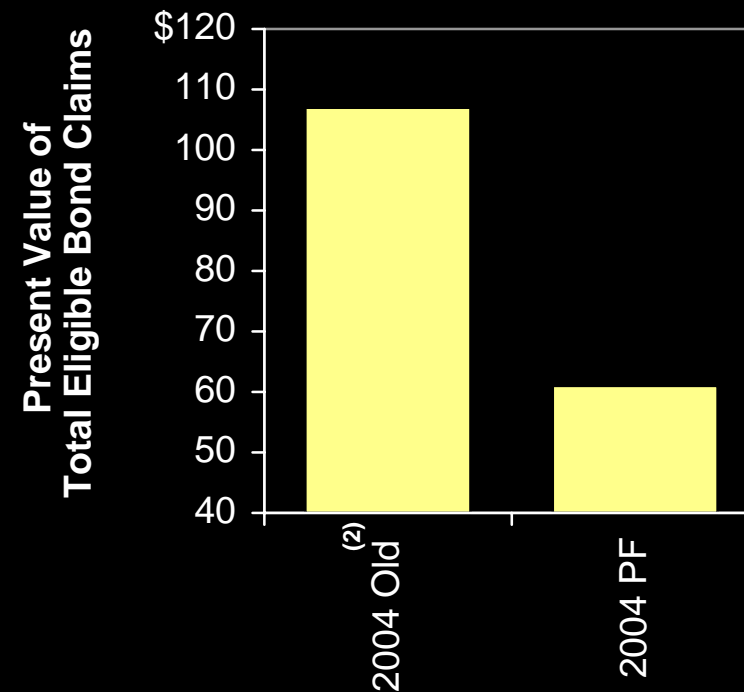
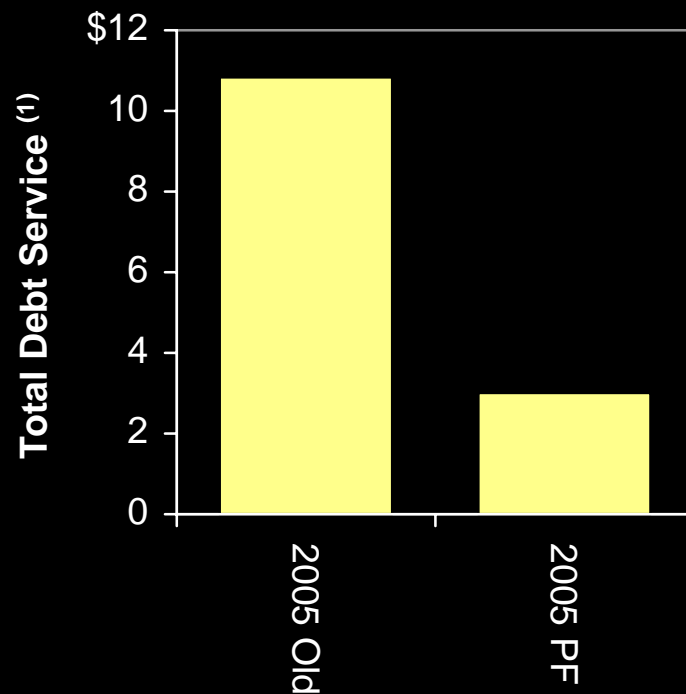


(1) 債務削減金額は、現在価値基準ではなく名目元本基準で全債務再編対象債務に反映したため、過小評価されている。

(単位:10億米ドル)

理論上の影響 (続き)

- 名目ベースでの削除債務はGCABの債務再編の枠組みに含まれる重要な債務削減のすべてを補足してはいない。それは債務返済額の削減及び債務再編対象債務の現在価値基準での削減によってより明確に示される。



- (1) 債務再編対象債務の金利及び返済を含む
(2) 元本、経過利息を含む

GCABのガイドラインは、ア共和国が示した債務再編案のための一般原則に則している

- ア共和国の債務返済要求額の著しい減額を実現
- 確実で持続的な経済成長の基礎の整備
- 社会情勢の改善
- 債務問題に対する持続可能な解決の達成
- 過剰負債の最小化
- 全債権者に対して公正且つ公平

キーポイント

- ア共和国は、GCABのサポートなくして債務再編を成功裏には行えない。
- ア共和国は、自らの債務返済能力を250億ドル以上少なくとも見積もっている。
 - 180億ドルの外貨準備高
 - 前年比10%のGDP成長率、累計税収は40%上昇
 - 既に4%に達するプライマリー収支
- 再編の“対象外”債務には裏付が必要である。
- 構造改革の失敗や維持や財政改革努力の不備による損失の負担を債権者に不当に強いるべきではない。
- GCABは、ア共和国に合意に基づく債務再編交渉の最高の機会を提供する。再編の成功を得るためには、交渉が唯一の道である。
- GCABは、あらゆる合理的な代替案に対して常に開かれている。

GCAB

**Global Committee of
Argentina Bondholders**

アルゼンチン共和国債権者
グローバルコミッティー

2004年8月