

(Translation for reference purpose only)

アルゼンチン共和国債権者グローバルコミティー
(GCAB)

方針説明書

アルゼンチン共和国デフォルト債務の合意可能且つ
公平な再編へ向けての迅速な交渉の重要性及び発展性

2004年8月3日

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みます。)

アルゼンチン共和国デフォルト債務の合意可能且つ 公平な再編へ向けての迅速な交渉の重要性及び発展性

背景と概要

1. 2001年12月、アルゼンチン共和国(以下「ア共和国」いいます。)は、トータルで810億米ドルの債券元本を含む900億米ドルの対外債務(経過利息を除く。)について、債務不履行に陥った。
2. 債務不履行は、その規模、債務不履行が影響を及ぼす公的債券の数及び小口投資家及び機関投資家を含む世界中に亘る幅広い投資家の分布において過去に前例のないものである。
3. ア共和国のデフォルト債務に対する全般的な取組には欠陥があり、正当とは認められない。
 - A ア共和国は、国際通貨基金(IMF)に対して、また、公式声明において、債務再編を成し遂げるため誠意ある交渉を行うと明言したが、ア共和国は、実際には、誠意ある交渉を拒絶し続けており、デフォルト債券の支払は滞ったまま経過利息を生み続けている。
 - B ア共和国は一方的に債権者に約160億米ドル(現在価値基準で全デフォルト債券元本額の20%を下回る。¹⁾)を返済するというエクステンジ・オファーを主張し続けている。
 - C ア共和国が要求する債務免除額は、過大且つ不公平である。
 - D ア共和国の提案は、債権者に求める負担と、必要な構造改革を実行し、債務返済能力に基づき債務を返済するためのア共和国自身の努力とのバランスが取れていない。
 - E ア共和国は、ソブリン及びコーポレート債券市場において長年にわたり確立してきた慣例を無視している。
 - F ア共和国のエクステンジ・オファーは、不適切な開示の中、進められている。
 - G GCAB は、ア共和国の一方的なエクステンジ・オファーに抗議するとともに、当該エクステンジ・オファーはこれを成功裏に完了させるために必要とされる債券保有者の支持は得られないものと考えている。

¹ 本書における現在価値基準の計算は全て米国債に900bps上乗せした割引率に基づいている。これは、Boden債及びブラジル国債の水準の現在及び債務再編後の想定取引水準に基づいている。Boden債は現在、米国債+約1065bpsの спреッドで取引がされており、ブラジル国債は米国債+約650bpsの спреッドで取引されている。GCABはBoden債は債務再編後、縮小するもののブラジル国債を上回る水準で取引が行われると想定している。GCABは、新債券も同様に縮小すると予想するが、Boden債の水準は上回ると予想している。

4. ア共和国のかかる行為が許されるのであれば、発展途上国がその成長資金の調達を依存する国際金融システム、国際金融機関、新興国市場の全クラスの債券、そしてア共和国自身の信頼に対して持続的な悪影響を及ぼすことになる。
5. GCAB はデフォルト債券のうち 370 億米ドル超の債券保有者の利益を代表し、債務再編取引への柔軟な枠組みを作成することによって、合意可能で公平な債務再編について迅速に交渉を行う新たな機会をア共和国に与えた。
6. 公的部門は、その政策や条件が実施されること、そして彼ら自身の信頼性や多数の発展途上国が依存するようになった新興国市場債の信頼性が損われることがないことを確実にすべく行動しなければならない。

第一部

ア共和国によるデフォルト債務の解決方法には欠陥がある；

ア共和国の行動は IMF に対する約束及び表明と矛盾している；

GCAB はア共和国のエクステンジ・オファーが成功裏には解決しないと考えている。

- 1 ア共和国は、IMF に対し、債務再編問題を解決するため（民間債権者と）交渉することを約束し、同様の公式声明も発表したが、この約束は反故にされ、デフォルト債券の支払は滞ったまま、追加経過利息を生み続けている。
 - A ア共和国の行動は、IMF に対する約束及び表明や、ア共和国が発表した公式声明と矛盾している。
 - (a) ア共和国の行動は、交渉を行うという約束と矛盾している。
 - (i) 2003年9月10日のレター・オブ・インテント、2003年から2006年におけるア共和国の経済及び財務政策に係るメモランダム、テクニカル・メモランダム・オブ・アンダースタANDINGにおいて、ア共和国は、IMF に対して、「債権者と協力的な交渉を行うこと、全債権者を公正且つ平等に取り扱うことによって、来るべき債務再編において高い参加率をもたらす」と断言した。
 - (ii) 2004年2月7日付のプレス・リリースにおいて、ア共和国は、「ドバイで提案された民間債務の再編のためのガイドラインは、「誠意ある」交渉という基準に基づくものである」と述べた。
 - (iii) 2004年3月12日の第2回レビュー（以下「3月12日付レビュー」という。）において、IMF はア共和国の（民間債権者と）交渉を行うという明確な約束

に言及した。

- 「2004 年 3 月 10 日のレター・オブ・インテントにおいて、ア共和国は、自国の対応の主要な要素は、全債権者グループ代表と**有意義で建設的な交渉**を行うことである述べた。」(3 月 12 日付レビュー、パラグラフ 24)
 - (iv) 2004 年 6 月 23 日の地元紙アンビト・ファイナンシエロにおいて、「債務再編交渉を進展させるというア共和国の約束には疑いの余地がない。」というア共和国のコメントが掲載された。
 - (v) 交渉を行うと約束したにもかかわらず、ア共和国は「全債権者グループ代表」と誠意ある交渉を行っていない。
- (b) ア共和国の行動は、GCAB と交渉するという約束及びかかる交渉をアレンジするという IMF に対して行った表明と矛盾している。
- (i) 3 月 12 日付レビューにおいて、IMF は、「特に、ア共和国は「**GCAB を含む**」全ての債権者グループ代表と「**有意義な交渉**」を行うと約束した。」と述べた。(3 月 12 日付レビュー、パラグラフ 25)
 - (ii) 3 月 12 日付レビューにおいて、IMF は、「ア共和国は、「**建設的な交渉**」を開始するため、GCAB その他の債権者グループ代表をブエノスアイレスに招聘した。」との理解を明らかにした。(3 月 12 日付レビュー、パラグラフ 25)
 - (iii) GCAB 側のア共和国との交渉に向けた幾度ももの努力にもかかわらず、ア共和国は GCAB と誠意ある交渉を一切行っていない。
- 2004 年 3 月 12 日の公式な発足以来、GCAB は誠意ある交渉のために会合すべくア共和国を招聘したものの、1 度として会合は開かれなかった。
 - 2004 年 4 月 16 日、ブエノスアイレスで開催された GCAB その他の債権者グループ代表との会合において、ア共和国は、会議に参加できる代表者の人数を制限した上、いかなる交渉も行わなかった。
 - ア共和国は、4 月 16 日の会合において、ア共和国の経済的前提条件を検討し、経済的基礎を確認するための技術的検討会を 15 日以内に GCAB その他の債権者と開催することを約束したが、その約束は未だ果されていない。

- 2004年5月4日、依然、技術的検討会への招聘がなされなかったため、GCAB は、ア共和国に対して書簡を送付し、「債権者との会合に「先立って」、(ア共和国により)、経済、財務に関する前提条件はもちろん、技術的、法律的要因等すべての要因が明らかにされるべきである。これについては、殆ど交渉の余地はないと考えられる。」との懸念を表明した。
- 2004年5月13日、同年5月4日付書簡に対する返答がなく、技術的検討会への招聘もなされなかったため、GCAB は、ア共和国に対し、「開催が合意されたア共和国及び財務アドバイザーとの会合への招聘を待ち望んでいる」旨の書簡を送付した。
- 2004年5月18日、ア共和国は、GCAB の5月13日付書簡に返答し、6月7日から16日の間にブエノスアイレスにおいて開催する会合へ招聘した。GCAB は、5月26日、会合は上記期間でよいが、より多くの債権者が参加できるようニューヨークで開催するよう要請したが、ア共和国はこれに対して返答しなかった。
- 2004年6月1日、ア共和国が誠意ある交渉のベースとなるべき技術的検討会のために提案した期間の一週間前に、ア共和国はエクステンジ・オファーの「**最終案**」なるものを発表した。
- 2004年6月8日、GCAB は6月1日に発表されたエクステンジ・オファーの内容に失望した旨の書簡をア共和国に送付し、「同オファーは何の交渉もなく、また誠意ある交渉を進めていくための技術的検討会の開催もないまま提示されたものである」と指摘した。この検討会を意味のある交渉を行うための基礎とするために、GCAB は「ア共和国及びその他代表の都合の許すときに」、ローマ、ニューヨーク、ロンドンのいずれかの場所で会合を開催すべきであると要請した。
- 2004年6月8日、ア共和国は、GCAB の5月4日付書簡に対し、「法律上の制限のため、発表の内容とは異なり、当面の間、債務の持続可能性モデルを経済省のウェブサイトに掲載することができない。また、投資家の懸念に耳を傾けることは重要であると考えるが、この時期に特定のクラスの債権者と議論することも制限されている。」と回答した。
- 2004年6月10日、ア共和国は「米国の証券法による制限により、GCAB の書簡で提起されている特定の問題について回答できない。」

と回答し、6月8日付GCABの書簡で要請した意味のある交渉のための会合への招聘についての言及は一切なかった。

- 2004年6月10日、ア共和国は2004年6月1日に発表した最終案を政府書式18K/Aの第1回修正案として米国証券取引委員会へ申請した。
 - 2004年6月25日、6月8日付書簡で触れた交渉要請に対する返答がなかったため、GCABは再度ア共和国に対し、4月16日に約束した技術的検討会の開催を要請する旨の書簡を送付した。また「債務再編におけるア共和国と債券保有者の相互満足に向けて、GCABとア共和国間の交渉を促進するために」ベア・スターンズ社を採用したことを通知した。
 - 2004年7月5日、ア共和国はGCAB宛書簡において、技術的検討会が未だ開催されていないにもかかわらず、「ベア・スターンズ社の採用は遅すぎた。」と返答した。また、「現時点ではGCABのアドバイザーは米国証券取引委員会がア共和国による申請を承認するまで待つ必要があり、その後、再び債権者と会う用意がある。」と付け加えた。さらに「遅くとも8月の中旬か9月初旬には、エクスチェンジ・オファーの説明会を始めるつもりである。」と続けた。
 - 2004年7月5日の書簡において「GCABのアドバイザーは」追加的な情報を入手するための会合の開催を「待つ必要がある」と述べたにもかかわらず、ア共和国は、恐らく法律上の理由から、その他の第三者宛に、追加的な情報を選択して開示してきた。
 - 2004年7月30日付クラリンドットコムの記事は、ア共和国は「国家財政、州政府財政、財務規則、非対称物価スライド制のための金融機関への補償制度などに関して、プライマリー収支黒字に関する分析と題する一連の機密書類を作成した。これらの書類は、欧米の主要投資銀行のアナリストにのみ配布された。」と報道した。
- (iv) ア共和国は、債権者を代表する最大グループであるGCABと交渉するとの約束を反故にする一方で、意味のある交渉を行っているとの印象を作り出すため、彼らの財務アドバイザーを通じて1対1で個々の債券保有者との交渉を選択的に続けている。

- (v) ア共和国とその財務アドバイザーは、GCAB に対し、現時点で共和国又はそのアドバイザーのいずれかが GCAB 又はその財務アドバイザーと連絡をとったとしても、共有すべき更なる情報はないと通知してきている。
- (vi) この一連の出来事は、誠意ある交渉を行うというア共和国の約束が、いかに不誠実であったかを示すものである。
- ア共和国が示した日程の枠組みの中で技術的検討会が開催されなかったため、GCAB は検討会開催のフォローアップを余儀なくされた。
 - GCAB がより多くの債権者の参加を可能にするため要請した会合の開催は、ア共和国によって無視された。
 - ア共和国は、自身が技術的検討会の開催を希望していた期日の前に、一方的に最終案なるものを発表した。
 - ア共和国は、約束した技術的検討会を開催する前に最終案なるものを申請して、申請期間中は GCAB と情報を共有できないという「法律上の制限」を都合よく利用している。
 - ア共和国は、この時期は情報提供を行うことができないと主張する一方で、「投資家の懸念に耳を傾けることは重要である。」と述べている。GCAB は、主な懸念はア共和国が提供すると約束した技術情報を入手することであると繰り返し伝えてきたが、ア共和国は情報を一度も引き渡していない。
 - ア共和国は、誠意ある交渉を行うための出発点となるべき GCAB との技術的検討会を未だ開催していないにも拘わらず、GCAB がベア・スターンズ社を指名したことは「遅すぎた」と述べている。
 - ア共和国はさらに、「遅くとも 8 月の中旬か 9 月初旬には、エクステンジを始めのつもりである。」と延べ、意味のある交渉のための時間を残す意思のないことを示した。
 - ア共和国は、「債権者との交渉後に、債務エクステンジ・オファーの性質及び時期を決定する」旨の IMF との約束(3月12日付レビュー、パラグラフ 26)及び「最終的なオファーを取り纏める上で、債権者の要請を検討するとの明白な意思」(3月12日付レビュー、パラグラフ 25)に明らかに反している。

- (c) ア共和国の行動は、米国財務省の理解にも反している。
- (i) 2004年3月31日、米国財務省高官はスピーチにおいて「ア共和国は、GCABを含む全ての債権者グループ代表と建設的な交渉を行うことを約束した。また債務エクステンジ・オファーの策定において債権者側の提案も検討することで、これらの交渉が有意義なものになることを保証すると約束した。オファーの策定において債権者の意見を聞き入れることは、お互いの信頼を分かち合う上で有益であると同時に、ア共和国が包括的且つ持続可能な債務再編を行う上で必要な債権者の広範な支持を得るために確実な方法である。我々は、ア共和国と債権者がブエノスアイレスにおいて、持続可能な債務再編を可能にするために必要とされる交渉を有意義に前進させることを期待している。また、実現可能な債務エクステンジ・オファーの議論において、双方が迅速に対応し、公平且つ同意可能な取り決めとなるよう要請する。」と述べた。
- (d) ア共和国の行動は、エクステンジ・オファーにおいて高い参加率を目指すというIMFとの約束にも反している。
- (i) 3月12日付レビューにおいて、IMFは、ア共和国が「建設的で透明性のある取引を債権者グループ代表と行うことが債務再編における高い参加率を達成するために必要である」と記載し(3月12日付レビュー、パラグラフ25)、また、ア共和国は「再編に対し幅広い支持を獲得するため、最終的な債務再編案においては銀行の協力を得て、適切な最低合意率を設定するであろう。」と記載した(3月12日付レビュー、パラグラフ26)。
- (ii) 2004年3月の第1四半期レビュー後に、IMFは3月22日付プレス・リリースにおいて、「債権者からの提案をいかに最良のかたちで考慮するかを含めて、オファーのあらゆる面について債権者と議論を行おうとする当局の意思が非常に重要である。また当局はできるだけ高い債権者の参加率を獲得し、長引く訴訟リスクを排除し、また債務の持続可能性を維持するようなエクステンジ・オファーを策定すべく、真剣に作業を進める必要がある。」と述べ、高い参加率を得る上で、有意義な交渉プロセスがいかに重要であるかを指摘した。
- (iii) フォーム18K/Aに関して2004年6月10日に米国証券取引委員会に申請をおこなった第一回修正版において、ア共和国は、「デフォルト債権」(同修正版に規定)の70%より少ない債券しかエクステンジ・オファーに参加しないというシナリオを受け入れる用意があったようである。

- (iv) 2004 年 6 月 14 日付インフォバエ・ドットコムの記事において、ア共和国の政府高官が、政府側には 50% 程度の参加率を受け入れる意思があることを示したと報道された。
 - (e) ア共和国の行動は、IMF に対して行った、債権者間の公平について気を配っているとの主張に反している。
 - (i) IMF は、「一部の債権者が既に債務再編を経験しており、債権者間の公平の原則を適用することが困難であることを指摘しながら、一方で、ア共和国は債権者間の公平の原則を守ることを繰り返し主張している。」と指摘している。(3 月 12 日付レビュー、パラグラフ 26)
 - (ii) 2004 年 7 月 2 日に米国証券取引委員会に申請したスケジュール B は、以下の点が不足している。
 - 権利を害された「適格」債権者に対し、影響が及ばないその他の「非適格」債権者との比較において、提案された取り扱いの理論的根拠を適切に知らせること。
 - デフォルト以前及び以後に、全体で 500 億米ドルを超えるア共和国によって実施された一連の取引に対する理論的根拠及びこれに関連する相対返済額を十分に説明すること。
 - かかる取引に起因する債務を「適格」債務(すなわち、ア共和国のエクステンジ・オファーの対象となる債務)の定義に含めるか除外するかは、個々の債権者の返済額に重要な影響を与える。
- 2 ア共和国は、債務再編案を正当化するのに適切とみなされる情報提供を行っていない。
- A ア共和国は、6 名の財務アドバイザーが GCAB の財務アドバイザーであるベア・スターンズ社に対し、エクステンジ・オファーを正当化するための経済その他の情報を提供することを拒否している。
- 3 ア共和国のエクステンジ・オファーは、債権者に対し、ア共和国の債務返済能力に比して極めて低い水準で提示されており、GCAB は更なる返済能力の源泉となりうる複数の要因を明らかにした。
- A より合理的なプライマリー収支目標を掲げること、ア共和国が想定するペソ為替レートとインフレ率における不整合性を取り除くこと、そしてより現実的な GDP 成長率を想定すること

によって、ア共和国の返済能力は、現在価値基準で約 250 億米ドル増加すると見込まれる。

(a) ア共和国のプライマリー収支目標は低すぎる。

(i) 2005年から2030年の間でア共和国が予想する2.6%より高い3.3%の年間平均プライマリー収支黒字目標を設定することによって、ア共和国の債務返済能力は現在価値基準で約 170 億米ドル又はデフォルト債券元本で 21%増加する。

- 3.3%のプライマリー収支黒字は、ア共和国が適切な財政改革を実施及び維持し、財政規律をより優先的に遵守していくことによって、達成可能な水準である。

- ア共和国は現在 4.0%のプライマリー収支黒字を達成しつつある。

- GCAB は、プライマリー収支黒字レートは債務/GDP レートの低下に応じて、時間をかけて徐々に低下すると控えめに想定する。

- 他の発展途上国は、この水準を上回っている。

- この水準が GDP 成長率又は社会的利益を妨げないこと示す証拠が存在する。

(b) ア共和国が想定する為替レートとインフレ率には整合性がない。

(i) 2005年から2030年までの各年の為替レートを、ア共和国が予想する年率 3.0%ではなく、より現実的な年率 5.2%の平均インフレ率で予想することによって、ア共和国の債務返済能力は、現在価値基準で約 30 億米ドル又はデフォルト債券元本で 4%増加する。

(ii) 年率 5.2%の平均インフレ率と実質為替レートの安定性は、現実的である。

- 成長途上にある新興諸国は一般に、賃金水準の上昇の影響を受けて、インフレ率が高い。

- 実質為替レートを維持しながら名目値が減価する新興諸国は、賃金水準の上昇及び生活水準の上昇を反映して、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%と想定する。
- GCAB は、実質為替レートがア共和国の GDP が米ドル基準で購買力平価を維持できる水準で安定すると想定している。

(c) ア共和国の GDP 予想は低すぎる。

(i) 2005年から2030年にかけての実質 GDP 成長率を、ア共和国が目標とする 3.3%ではなく、より現実的な平均年率 3.6%と想定することによって、ア共和国の債務返済能力は、現在価値基準で約 50 億米ドル又はデフォルト債券元本で 6.0%増加する。

(ii) 平均年率 3.6%の実質 GDP 成長率は、より現実的なものである。

- ア共和国の直近の GDP 成長率は、前年比で 10%に達する。
- ア共和国経済は低い水準から成長しつつあり、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が存在する。
- ア共和国は、正しい戦略を行うことによって、より多くの資本及び投資を呼
び込むことが可能となる。
- 年率 4.2%の GDP 成長率は、中長期的にみて平均で達成可能な水準で
ある。

B ア共和国は、現金及び準備金の増加分 80 億米ドル(2002 年末の 100 億米ドルから現在の 180 億米ドル)のうち合理的な部分を活用することによって、ア共和国の債務返済能力は、現在価値基準で約 50 億米ドル又はデフォルト債券元本で約 6%増加する。

(a) 現金及び準備金は、ア共和国が直近約 3 年間にわたってデフォルト債券の利子の支払いを行わなかったことを受けて増加した。

(b) 現金及び準備金は、130 億米ドルで十分である。

(i) 130 億米ドルは、最近の経常輸入額の約 6 か月分に相当する金額であり、通常適正と考えられている 3 か月分を上回るものである。

C ア共和国は、資本市場に慎重に参入することによって、ア共和国の債務返済能力は、現在価値基準で約 150 億米ドル又はデフォルト債券元本で 18%増加する。

- (a) GCAB は、ア共和国が合意可能な再編を成就し、GCAB の枠組みにおいて提案される経済政策を導入することによって、2008 年までに資本市場へ復帰することができると考える。
 - (b) 借入れ余力は、2005 年から 2015 年にかけて対 GDP 比 1.0% へ増加し、2016 年から 2030 年にかけて対 GDP 比 1.5% へ増加すると予想される。
- 4 ア共和国が求めている債権放棄の金額と範囲は過度のものであり且つ不公平なものである。
- A ア共和国のエクステンジ・オファーは、総債券元本の額面額の 63% (現在価値基準で 80% 強) の削減を求めるものである。
- (a) 2003 年のウルグアイのケースでは、額面額削減要求は 0% であった。
 - (b) 2000 年のロシアのケースでは、額面額削減要求は 38% にすぎなかった。
 - (c) 1996 年のペルーのケースでは、額面額削減要求は 45% にすぎなかった。
- B ア共和国は、ある一定の種類債権を「非適格」(すなわち、再編案から除外されるもの)とみなす理由を適切に説明することなく、一般の小口投資家及び機関投資家を含むひとつの債権者グループ(いわゆる「適格」債権者)に対して、その債務を返済しない負担を不公平に押しつけようとしている。
- C ア共和国は明らかに、デフォルト債務を約 400 億米ドルまで拒絶する用意をしている。
- (a) 2004 年 7 月 2 日に米国証券取引委員会に申請したスケジュール B において、ア共和国は下記の事項を記載し、債務の相当額を実質的に拒絶する意思を示した。
 - (i) 「エクステンジ・オファー(又は同時期の再編取引)に参加する資格のある債券で、かかる取引において申出されない又はその他再編が行われない債券については、支払いを再開する意思はない。」
 - (ii) エクステンジ・オファーの結果、交換の申し出がなかったデフォルト債券の「価値は大幅に減少する場合があります」、「交換の申し出がなかった債券の保有者の債権は制限され又は原債務の特定の条項が弱められ若しくは排除される可能性がある。」
 - (b) デフォルト債券の元本総額が 810 億米ドル以上の場合、
 - (i) (フォーム 18-K/A の第 1 回修正版で論じたように) 参加率 70% で、元本債務

中約 240 億米ドルが実質的に拒絶され、

- (ii) (2004 年 6 月 14 日にア共和国が検討中とのプレスが報じた) 参加率 50% で、元本債務中約 400 億米ドルが実質的に拒絶される。

D GCAB は、ア共和国による誠意ある交渉の回避を含む、その一方的な戦略は、発行済公共債の価格を、ア共和国の本来の持続可能な債務の水準を反映した価格より不自然に低下させているため、結果として現在のかかる価格はエクステンジ・オファーの正当性を判断する上で、適切なベンチマークとして役に立たないと考える。

- 5 ア共和国の提案は、必要な構造改革を行うためのア共和国自身の努力及び債務返済能力に基づいた債務返済額と債権者に求める負担とのバランスが取れていない。

A 債券保有者は、ア共和国が現在の危機を引き起こしている政策を転換することを約束しなければ、債権削減を受け入れることはない。

- (a) ア共和国は、以下を最小限に食い止めるために、債権者に対して発行される新債券の有効期間にわたって、必要な構造改革及び適切な財政努力を行うと約束することを示さなければならない。

- (i) 債権者の現在の損失

- (ii) 債権者が債務再編において債権額を削減した後の将来のデフォルトの可能性

- (b) 新債券の有効期間に亘る構造改革又は適切な財政努力を維持するという政治的な決意の欠如を「日常的」又は許容範囲として、債権者が被る損失の大きさを決めてはならない。

- 6 ア共和国は、ソブリン銀行債及びコーポレート債券市場における長年確立された債務再編の慣例を無視してきた。

A デフォルト債務の交渉による解決について長年確立された慣例は、ア共和国のデフォルト債務にも応用しうる。

- (a) 非公式の銀行委員会を通じて達成した交渉による解決によって、過去数十年間に行われたソブリンの債務再編は成功している。

- (b) コーポレート債券市場において、債務者は通常以下のことを行う。

- (i) 全てのクラスの債権者(委員でない債権者を含む。)を代表する債券保有者の特別委員会の設立を促す。
- (ii) 委員会の財務、法務、その他のアドバイザーの手数料及び費用などの委員会運営にかかる費用の調達を申し入れる。
- (iii) 債務者のアドバイザーと委員会のアドバイザーとの間で、会計、財務及び法務に関連する情報の交換を手配することによって、委員会による合理的な精査(デューデリジェンス)の実施を促す。
- (iv) 委員会と誠意ある交渉を行う。
- (v) 合意可能なエクスチェンジ・オファーを実現するために委員会の支持を求める。

B これらの建設的な手法を受け入れずに、ア共和国は以下のことを行っている。

- (a) 実質的な債務再編のプロセスに GCAB を関与させていない。
- (b) GCAB 又はそのアドバイザーの正当な費用の支払いを明白に拒絶する一方で、6名の財務アドバイザー及び1つの国際法律事務所を採用して、不公平な交渉条件を作り出している。
- (c) GCAB が利害を代表している世界中の何十万もの小口投資家を搾取しようとしている。

7 ア共和国のエクスチェンジ・オファーは、不適切な情報公開を前提としている。

A ア共和国は債務の適格性について適切な情報公開を行っていないことに加え、現時点で米国証券取引委員会に申請した内容の中にも、以下の情報を含んでいない。

- (a) エクスチェンジ・オファーの根拠となる経済的な仮定の正当性。
- (b) エクスチェンジ・オファーに参加しないことを選んだ債券保有者への法律上の権利及び補償についての十分な説明。
- (c) その他多数の重要な開示事項への対処。

8 GCAB は、ア共和国のエクスチェンジ・オファーに反対するとともに、オファーを成功裏に終えるために必要な債券保有者の支持は得られないと考える。

- A GCAB は以下の両方について反対する。
- (a) ア共和国が進めている一方的な債務再編プロセス。
 - (b) ア共和国のエクステンジ・オファーの異例な条件。
- B GCAB の会員数及びア共和国のデフォルト債権の保有者による GCAB への支持を理由に、GCAB はア共和国がエクステンジ・オファーを成功裏に完了させるためには、GCAB の支持が必要であると考ええる。

第二章

ア共和国の行動は持続的な悪影響を及ぼす。

- 1 ア共和国の行動は、新興国がその成長資金の調達を依存する国際金融システム、国際金融機関、新興国市場の全クラスの債券の統合性や機能に対して持続的な悪影響を及ぼすことになるう。
- A この悪影響は、次のような異例さ故に、非常に大きいものとなる。
- (a) デフォルトの規模 (経過利息を除く債務額は 900 億米ドル)
 - (b) 公共債という形式での債務総額の割合 (810 億米ドル)
 - (c) 小口投資家及び機関投資家の世界中における保有債券の分布
- B 契約上の義務の尊重は、ア共和国の一方的な行動によって著しく軽んじられることになる。
- C 債券保有者との交渉を行うとする IMF との合意をア共和国が遵守しないことは、こうした交渉を提唱した公的部門の信頼性を損なうことになる。
- D ア共和国の是認されない行動による負担は、最終的にはその他の重債務新興諸国に過酷にのしかかる。
- E ア共和国が申し出のない債務への支払いを実施しないと公けに主張しているにもかかわらず、公的部門による同国への金融支援が引き続き行われることは、実質的にア共和国がその債務を拒絶することを容認することになり、新興諸国の公共債市場に悪影響を及ぼすことになる。

- F ア共和国が実質的にこうした形で債務の支払い拒絶を続ける場合は、国際資本市場で再調達ができなくなり、故に期限の到来した国際金融機関からの借り入れの返済もできなくなる。
- G ア共和国が何の制裁もなく活動できることを公的部門が示すことは、回復困難な長期的・政治的悪影響をもたらすことになる。
- (a) 他の重債務新興諸国の指導者は、実行可能な選択肢として実質的な債務の拒絶を考えるようになる。
 - (b) これら重債務国における世論は、対外債務のこのような不当な削減を要求することになる。
- H 現在の進め方によって、投資家、一般市民、国際金融機関へ出資している国家は容認できない費用負担を強いられることになる。
- (a) ア共和国の行動によって、ア共和国が合理的に維持可能である債務返済額より少ない金額を最終的に債権者へ返済することになった場合、新興国市場の全クラスの債券は悪影響を受けることになる。
 - (b) ア共和国は、債務返済能力がデフォルト債務再編における重要な要因であるという長年確立された原則を無視することによって、投資家がソブリン債市場に関連したリスクを正確に評価し、健全な投資決定を行うことを妨げている。
 - (i) 投資家間における新興市場債への信頼の喪失によって、ソブリン及び民間の債務者の資本コストが上昇し、一部の債務者は市場からの離脱を余儀なくされる可能性がある。
 - (c) 結果として資本流入が途絶え、新興諸国における経済成長は悪影響を受けることになり、経済成長によって受ける恩恵が損なわれ、社会費用が上昇する。
 - (d) 民間部門の信頼が失われることによって、新興経済圏の成長を支援するための負担が更に国際金融機関へ移転することから、国際金融機関に出資する国家が負担するコストも上昇する。
- 2 ア共和国の行動は、長期にわたり、ア共和国自身に悪影響を与えることになる。
- A 持続可能な水準をはるかに下回る水準まで債務額を減少させようとする試み及び何十億ドルもの債務を実質的に拒絶する意向を含むア共和国の戦略は、

- (a) ア共和国を多数の訴訟に巻き込む。
- (b) 経済の見通しを曇らせる。
- (c) 長期的な経済成長に不可欠な構造改革の実施に対する動機付けを減少させる。
- (d) 外国直接投資を含む設備投資、及び逃避資本の還流を制限する。
- (e) ア共和国の国際資本市場への復帰を妨げる。
- (f) 失業、社会福祉の減少、一人当たりの所得の減少など、多額で不要な社会費用を国民に課す。
- (g) 国際社会におけるア共和国に対する信頼を著しく損なう。

第三章

**GCAB の実績と、GCAB が取り纏めた柔軟な取引の枠組みは、
合意可能且つ公平な債務再編について迅速に交渉することを
可能にする具体的な新たな機会をア共和国へ提供する。**

- 1 GCAB は、ア共和国が交渉すべき正当な交渉相手として結成された。
 - A GCAB は、世界中の債券保有者の利益を代表している最大のグループである。
 - (a) GCAB の傘下の投資家は、
 - (i) 370 億米ドル超の債権を保有する (ア共和国が「適格」債務と考えるものの約 45%であり、ア共和国外で保有されている債権の約 75%を占める)。
 - (ii) 50 万人余の小口投資家、100 の機関投資家、銀行、パートナーシップを含む。
 - (iii) 7 つの通貨による 100 種類以上のデフォルト債権を保有する。
 - (b) GCAB は、債券保有者から幅広い支持を得ている。
 - B IMF は、GCAB を代表権のあるコミッティーと認知している。
 - (a) 3 月 12 日付レビューにおいて、IMF は「ア共和国の海外の債権者及び債権者代表は、代表権のあるコミッティーを設立した。GCAB は 2004 年 1 月 12 日に設立され

た。」と述べた。(3月12日付レビュー、パラグラフ7)

- C GCAB は、交渉して提案されたエクスチェンジ・オファーを GCAB が賛成することで、この取引の成功が保証されると考える。
 - D GCAB は、GCAB の支持なくして、エクスチェンジ・オファーの成功はありえないと考える。
- 2 GCAB は、以下のようなア共和国の債務の合意可能な再編について交渉を行う用意がある。
- A 相当な債務免除を行って、ア共和国の債務返済義務を減少させる。
 - B ア共和国が望む経済成長と社会福祉に合致させる。
 - C 公的部門の目的に合致させる。
 - D ア共和国による構造改革及び財政努力の維持と債務返済能力に基づいた、ア共和国と債権者間の負担のバランスを反映させる。
 - E ア共和国に対するすべての債権の保有者を平等に取り扱う。
 - F 長期化する訴訟を回避する。
 - G 迅速な成就が可能である。
- 3 GCAB は、新債券について交渉可能であり、エクスチェンジ・オファーの取引に従って実施可能な柔軟な政策及び経済の枠組みを提案している。
- A その枠組みは、経済成長や商品価格に連動する債券を含む、さまざまな種類の新債券の導入を可能にする。
- 4 GCAB は、成功裏に取引を完了させるため、直ちに交渉を開始する用意がある。

第四章

公的部門は、その政策と条件を遂行し、
多くの新興諸国が依存している新興国市場に悪影響が及ばないことを
強く保証する必要がある。

- 1 公的部門による強烈なリーダーシップが要求される。
 - A ア共和国が IMF との合意を無視することを容認するべきではない。

- (a) 誠意ある交渉を行うという約束を含む公的部門に対する条件は、明らかにされ、厳密に実行されなければならない。
- B ア共和国が既存の暫定メカニズムを無視し、以下の行動を取り続けないようにするため、強硬で明確な行動を取る必要がある。
- (a) エクスチェンジ・オファーの一方向的な追求
 - (b) 有意義な交渉の忌避
- C 公的部門は、ア共和国が誠意ある交渉をせずの一方向的に債務再編を進め、巨額の債務返済を実質的に拒絶しようとしていることをまったく容認することができず、結果として公的部門の支援の撤退につながることを同国に対して明らかにする必要がある。
- D 公的部門は、ア共和国に対し、GCAB の正当性を認めさせるよう、また最大数の債権者の参加が可能となる合意可能且つ公平な債務再編の交渉においてア共和国内外の債券保有者の利益を擁護する GCAB の役割を促進するために、財務、法務、その他の適切な専門家を採用を支持するよう促すべきである。
- 2 公的部門が、ア共和国は誠意ある債務再編の交渉を行うという要件を実施させること及び長年の債務再編の慣例を遵守するようア共和国に要求することを怠った場合は、ア共和国へ誤ったシグナル送ることになり、新興国市場に関する国際金融システムに対し、深刻且つ長期間にわたる悪影響を及ぼすことになる。
- 3 GCAB は、公的部門がエクスチェンジ・オファーについて最低 90% の参加率を主張すべきであると考ええる。
- A 50% ~ 70% のみの参加率を受け入れ、デフォルト債券の残高を実質的に拒絶しようとするア共和国の明確な意思は、未払い貸付に関する IMF の指針に対する重大なる挑戦である。
- 4 暫定メカニズムを効率的に機能させるため、公的部門はパリ・クラブ及びロンドン・クラブ並びにデフォルト債券の合意可能且つ公平な再編交渉のために公共債市場において長年確立されてきた原則及び慣例に準じたソブリン債の債務再編への対応を積極的に推進することが必要である。
- 5 ソブリン債市場において可及的低コストで調達したいというニーズに加え、有力な調達手段として新興諸国が公共債に新たに依存している現況を踏まえると、公的部門が強固な行動を示すことは喫緊の課題であるといえる。