

## اوراق بدهی بین‌المللی دولتی و خلأ در نظام حقوق بین‌الملل

محمدجعفر قنبری جهرمی\*

آرزو به‌پیک\*\*

شناسه دیجیتال اسناد (DOI): 10.22066/CILAMAG.2020.109134.1735

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۹/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۴/۰۸

### چکیده

آزادسازی تجارت خدمات مالی و بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه که سبب تحول بنیادین شیوه تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها در دهه پایانی سده بیستم میلادی شد، در ابتدا نویدبخش شکل‌گیری نظم مالی نوینی بود که گمان می‌رفت ثبات مالی و رشد و توسعه اقتصادی فراگیر و رفاه بیشتر برای تمامی انبای بشر را فراهم خواهد کرد. اما دیری نپایید که منتهی به شکل‌گیری یکی از بزرگ‌ترین بحران‌های اقتصادی تا به امروز، موسوم به بحران بدهی‌های دولت‌ها شد. نوشتار پیش رو پس از تبیین این بحران، بدین نتیجه رهنمون شده که موج نکول اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌ها در دو دهه اخیر، همراه با فقدان سازوکار منسجم جهت حل‌وفصل اختلافات ناشی از نکول اوراق، گویای شکست نظم مالی بین‌المللی کنونی بوده است که وجه بارز آن، گسیختگی و عدم تمرکز در ساختار این نظام است. سازوکارهای موجود، از جمله درج شروط قراردادی، راهکارهایی مؤثر، کارآمد و کافی نیستند و حل بحران موجود و پیشگیری از بروز بحران‌های آتی بدون توسعه نظام حقوق بین‌الملل تأمین مالی از رهگذر ایجاد رژیم حقوقی بین‌المللی جامع و متمرکز که بتواند میان رعایت حقوق بستانکاران و نیز حفظ امنیت اقتصادی دولت بدهکار و رعایت حقوق بشری اتباع آن، توازنی مطلوب برقرار کند، ممکن نخواهد بود.

### واژگان کلیدی

اوراق بدهی بین‌المللی، بحران بدهی دولت‌ها، نکول دولت‌ها، اصلاح ساختار بدهی، نظم مالی بین‌المللی، مقررات‌زدایی مالی، آزادسازی تجارت خدمات مالی

mjg.jahromi@gmail.com

a.behpeik@hotmail.com

\* نویسنده مسئول، دانشیار دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی

\*\* دانشجوی دکتری حقوق بین‌الملل دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی

## مقدمه

فرایندهای جهانی‌شدن اقتصادی،<sup>۱</sup> آزادسازی تجارت خدمات مالی،<sup>۲</sup> مقررات‌زدایی<sup>۳</sup> و بین‌المللی‌شدن بازارهای سرمایه<sup>۴</sup> که اجزای اصلی طرح اصلاح نظم اقتصادی جهانی جهت بازگشت به سیاست‌های بازار آزاد، پس از فروپاشی نظم برژن وودز<sup>۵</sup> بود، در دهه پایانی سده بیستم میلادی، نظم مالی بین‌المللی<sup>۶</sup> نوینی را بنیان نهاد که گمان می‌رفت بتواند به نحو مطلوب‌تری زمینه حفظ ثبات مالی بین‌المللی، تسهیل تأمین مالی کشورهای در حال توسعه و تحقق رشد و توسعه اقتصادی فراگیر و رفاه بیشتر برای تمامی انبای بشر را فراهم کند اما دیری نپایید که خود منتهی به شکل‌گیری یکی از بزرگ‌ترین بحران‌های مالی و اقتصادی تا به امروز شد. این بحران که از آن به‌عنوان بحران بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها<sup>۷</sup> یاد می‌شود، سبب افزایش بی‌سابقه و نگران‌کننده نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی<sup>۸</sup> در قریب به اتفاق کشورهای جهان<sup>۹</sup> و موج نکول بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها در دو دهه اخیر شده است.<sup>۱۰</sup> بحران یادشده، افزون بر آنکه ثبات اقتصادی و مالی بین‌المللی را با خطری جدی مواجه کرده، مانعی جدی برای تحقق توسعه پایدار<sup>۱۱</sup> و دستیابی به اهداف توسعه هزاره<sup>۱۲</sup> محسوب می‌شود.<sup>۱۳</sup>

ریشه بحران یادشده را باید در تحولات نظم مالی بین‌المللی در دهه پایانی سده بیستم میلادی

1. Economic Globalization
2. Liberalization of Financial Services
3. Deregulation

جهت مطالعه بیشتر در خصوص روند مقررات‌زدایی در بازارهای مالی، ن.ک: محمود باقری و حمید قنبری؛ «مشکلات حقوقی ناشی از بین‌المللی‌شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی»، فصلنامه پژوهش حقوقی، سال دوازدهم، شماره ۲۹، تابستان ۱۳۸۹.

4. Internationalization of Capital Markets

جهت مطالعه بیشتر در خصوص بین‌المللی‌شدن بازارهای سرمایه، ن.ک: باقری و قنبری؛ همان.  
۵. سیستم برتون وودز (Bretton Woods) زمینه‌ساز ایجاد صندوق بین‌المللی پول (IMF) به منظور تأمین ثبات در مبادلات پولی بین دولت‌ها بعد از جنگ و بانک بین‌المللی ترمیم و توسعه (IBRD) معروف به بانک جهانی بود. جهت مطالعه بیشتر، ن.ک: محمدجعفر قنبری جهرمی؛ «تعریف و منابع حقوق بین‌الملل اقتصادی»، مجله تحقیقات حقوقی ۱۳۷۸، شماره ۲۵ و ۲۶.

6. International Financial Order

7. Sovereign Debt Crisis

8. Debt to GDP Ratio

9. A/71/276, *External Debt Sustainability and Development*, Report of the Secretary General, 2 August 2016, pp. 2-4.

10. Blankenburg, S. and Richard K., "Sovereign Debt Restructurings in the Contemporary Global Economy: The UNCTAD Approach", *Yale Journal of International Law*, Vol. 41 (2), 2016.

11. Sustainable Development

12. Millennium Development Goals

13. UN Human Rights Council, *Report of the Independent Expert on the Effects of Foreign Debt and Other Related International Financial Obligations of States on the Full Enjoyment of All Human Rights, Particularly Economic, Social and Cultural Rights, Addendum: Missions to Norway and Ecuador*, 21 April 2010, A/HRC/14/21/Add.1.

و روی آوردن دولت‌ها به بازارهای سرمایه جهت تأمین نیاز به نقدینگی جستجو کرد که سبب تحول بنیادین شیوه تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها<sup>۱۴</sup> و به تبع آن، تغییر در ترکیب بستانکاران دولت‌ها<sup>۱۵</sup> شد؛ بدین معنا که در این دوره، توسعه ابزارهای مالی،<sup>۱۶</sup> روی آوردن دولت‌ها به تأمین مالی بین‌المللی از طریق انتشار اوراق بهادار بدهی<sup>۱۷</sup> (اعم از اوراق قرضه<sup>۱۸</sup> و صکوک اسلامی<sup>۱۹</sup>) به جای تأمین مالی از طریق اخذ وام و تسهیلات بانکی، روند پرسرعت جهانی شدن اقتصاد و بازارهای مالی و درهم‌تنیدگی روزافزون بازارهای سرمایه و بالاخص سهولت و سرعت داد و ستد ثانویه اوراق بدهی از طریق اینترنت و ورای مرزهای کشورها، سبب شد دولت‌ها به انتشار اوراق بدهی در بازارهای بین‌المللی، به ارزیابی جز ارز ملی خود و به‌موجب قراردادهایی بسیار پیچیده و معمولاً تابع قوانین و صلاحیت قضایی محاکم داخلی مراکز مالی عمده جهان چون لندن و نیویورک گرایش پیدا کنند.<sup>۲۰</sup> بدین ترتیب، تأمین مالی از رهگذر انتشار اوراق بدهی، جایگزین روش‌های سنتی تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها اعم از استقراض از سایر دولت‌ها، اخذ وام از بانک‌های تجاری<sup>۲۱</sup> و مؤسسات مالی بین‌المللی شد. در نتیجه، امروزه بدهی‌های خارجی دولت‌ها دیگر صرفاً در مقابل طیف محدودی از بستانکاران سنتی متشکل از سایر دولت‌ها، بانک‌های تجاری و مؤسسات مالی چون صندوق بین‌المللی پول نیست، بلکه در مقابل دولت‌ها بسیاری از اشخاص حقیقی یا حقوقی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک،<sup>۲۲</sup> صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک<sup>۲۳</sup> و صندوق‌های بازنشستگی<sup>۲۴</sup> قرار دارند که اقدام به خرید و سرمایه‌گذاری در اوراق منتشره توسط دولت‌ها در

14. Euliss, Richard. "The Feasibility of the IMF's Sovereign Debt Restructuring Mechanism: An Alternative Statutory Approach to Mollify American Reservations". *American University International Law Review*, Vol. 19 (1), 2003, p. 111.

15. UN General Assembly, *Report of the Secretary-General on External Debt Sustainability and Development*. 2 August 2016. A/71/276, p. 4.

16. Financial Instruments

17. Debt Securities

18. Bonds

19. Sukuk (Islamic Bonds)

20. Blankenburg, S. and Richard K., *op.cit.*, p. 3.

۲۱. بانک‌های تجاری (Commercial Banks) به معنای بانک‌ها و مؤسسات مالی فعال در بازار پولی است. در مقابل بانک‌های تجاری باید به بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment Banks) اشاره کرد که از نهادهای مالی فعال در بازارهای سرمایه بوده و زمینه تأمین مالی دولت‌ها و اشخاص دولتی یا خصوصی را از طریق انتشار اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار فراهم می‌کنند. در ایران، بانک‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌های تأمین سرمایه شهرت داشته و علاوه بر آنکه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کنند، با توجه به حساسیت و اهمیت ویژه موضوع فعالیت آن‌ها، تنها نهادهای مالی هستند که تابع نظارت مستقیم شورای عالی بورس و اوراق بهادار نیز هستند.

22. Mutual Investment Funds

23. Hedge Funds

24. Pension Funds

بازارهای اوراق بدهی کرده‌اند و در مجموع و به‌طور کلی «دارندگان اوراق»<sup>۲۵</sup> منتشره توسط دولت نامیده می‌شوند. وجه بارز این اشخاص آن است که دارای تابعیت، اقامتگاه، انگیزه و منافع واحدی نبوده، توجهی به ملاحظاتی چون حفظ ثبات مالی بین‌المللی و حقوق بنیادین اتباع دولت‌های بدهکار نداشته و مهم‌تر از همه، ملتزم به مذاکره با دولت بدهکار جهت اصلاح ساختار بدهی‌های آن‌ها نیستند.<sup>۲۶</sup>

گرچه موضوع نکول بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها از پیشینه دیرینه‌ای برخوردار است، آنچه سبب طرح گسترده این موضوع به‌عنوان بحران مالی در دهه اخیر شده و ضرورت بررسی آن از منظر حقوق بین‌الملل را توجیه می‌کند، وسعت دامنه بحران اخیر، کثرت دولت‌های درگیر نکول بدهی و نیز تغییر در ترکیب بستانکاران و گستردگی و پراکندگی آنان در تمامی جهان است که اثرات مخرب آن بر روی حقوق اولیه اتباع دولت‌های بدهکار، نظم و ثبات مالی بین‌المللی و نهایتاً صلح و امنیت بین‌المللی انکارناپذیر است.

نکول زنجیره‌وار اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌ها در دو دهه اخیر، بحران بدهی آرژانتین و یونان و حجم گسترده بدهی‌های بین‌المللی، سبب ارائه طرح‌های متعدد از سوی نهادهایی چون صندوق بین‌المللی پول، مجمع عمومی ملل متحد، کنفرانس ملل متحد در خصوص تجارت و توسعه<sup>۲۷</sup> و نیز اتحادیه بین‌المللی بازارهای سرمایه<sup>۲۸</sup> جهت ایجاد چارچوب حقوقی منسجمی برای اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها از ۲۰۰۲ میلادی تا به امروز شده است که جلوه بارز آن، تصویب قطعنامه مجمع عمومی ملل متحد در ۲۰۱۴ با رأی مثبت ۱۲۴ دولت عضو ملل متحد و با عنوان «به سوی چارچوب حقوقی بین‌المللی برای اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها»<sup>۲۹</sup> بوده است.

هدف از نگارش نوشتار پیش رو، ارائه تصویری شفاف‌تر از بحران بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها

25. Bondholders

26. Euliss, Richard, *op.cit.*, p. 112.

اصلاح ساختار بدهی برای اشاره به فرآیندی به کار می‌رود که طی آن دولت و بستانکار توافق می‌کنند که جهت تسهیل ایفای تعهدات مالی دولت در مقابل بستانکاران، تغییراتی در شروط قرارداد مبنای بدهی فیما بین طرفین اعمال شود. فرآیند مزبور عموماً به شکل تغییر شرایط بازپرداخت بدهی در قالب تعویض اوراق بدهی نکول شده یا در معرض نکول با اوراق جدیدی است که نرخ سود آن‌ها نسبت به اوراق پیشین پایین‌تر است یا آنکه دارای دوره بازپرداخت طولانی‌ترند. نکته حائز توجه آن است که از دیرباز اساساً بستانکاران تعهدی به مذاکره با دولت و پذیرش اصلاح ساختار بدهی دولت نداشته‌اند. برای نخستین بار مجمع عمومی ملل متحد در قطعنامه سال ۲۰۱۴ خود به تعهد بستانکاران به مذاکره و حق دولت جهت اصلاح ساختار بدهی اشاره کرد.

27. The United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)

28. The International Capital Market Association (ICMA)

29. UN GA Resolution 68/304, *Towards the Establishment of A Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/68/304, 17 September 2014.

از منظر حقوق بین‌الملل و قواعد حاکم بر انتشار و حل‌وفصل اختلافات ناشی از نکول اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌هاست با این هدف که مقدمه‌ای باشد بر پژوهشی گسترده‌تر جهت رسیدن به پاسخی به این پرسش بنیادین که آیا بحران بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها و ناکارآمدی نظام مالی بین‌المللی کنونی در پیشگیری و حل آن می‌تواند مقدمه‌ای باشد برای اصلاح ساختار نظام مالی بین‌المللی که وجه بارز آن گسیختگی و عدم تمرکز ساختاری است؟

بدین منظور این نوشتار ابتدائاً به تبیین مفاهیم کلیدی مطرح در مبحث بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها می‌پردازد. سپس جهت ارائه تصویری دقیق‌تر از موضوع، پیشینه‌ای از بحران کنونی، سلسله تحولاتی که منتهی به تغییر رویکرد دولت‌ها به روش‌های تأمین مالی بین‌المللی شد، و وجه ممیزه بحران بدهی کنونی نسبت به بحران‌های پیشین و علل طرح گسترده موضوع بدهی‌های دولت‌ها در محافل دانشگاهی حقوقی و اقتصادی و نیز در چارچوب ارکان مختلف سازمان ملل متحد تشریح خواهد شد و در نهایت، طرح‌های مجمع عمومی ملل متحد، صندوق بین‌المللی پول، آنکتاد و اتحادیه بین‌المللی بازارهای سرمایه در خصوص قواعد و چارچوب حقوقی بین‌المللی حاکم بر بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها بررسی خواهد شد.

### ۱. تحولات نظم مالی بین‌المللی در دهه پایانی سده بیستم میلادی

نظم بین‌المللی اقتصادی در ژوئیه ۱۹۴۴ با پایه‌گذاری سیستم برتن وودز<sup>۳۰</sup> پا به عرصه وجود نهاد.<sup>۳۱</sup> در این دوره، تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها عموماً از رهگذر استقراض از طریق اخذ وام و تسهیلات اعتباری از سایر دولت‌ها یا نهادها و مؤسسات مالی بین‌المللی بود. به این نوع وام‌ها، «وام‌های رسمی»<sup>۳۲</sup> گفته می‌شد. شیوه دیگر تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها، اخذ وام از بانک‌های تجاری بود که اصطلاحاً بدان‌ها «وام‌های بانکی سندیکایی»<sup>۳۳</sup> گفته می‌شد.<sup>۳۴</sup>

وجه اشتراک این دو شیوه تأمین مالی، وجود رابطه قراردادی مستقیم میان دولت/نهاد مالی/بانک قرض‌دهنده و دولت قرض‌گیرنده بود. بدین ترتیب، در صورت ناتوانی دولت‌ها از بازپرداخت بدهی‌های خود، اعم از اصل و فرع، حل‌وفصل اختلاف میان دولت بدهکار و دولت/نهاد مالی/بانک بستانکار، تابع قراردادی بود که پیش‌تر منعقد کرده بودند. به علاوه، در چنان شرایطی دولت‌ها از امکان توسل به صندوق بین‌المللی پول جهت دریافت مساعدت‌های مالی اضطراری (در

30. Bretton Woods

31. Rieffel, L., *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Brookings Institution Press, 2003, p. 1.

32. Official Loans

33. Syndicated Bank Loan

34. Bolton, Patrick, and Olivier Jeanne. "Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime", *Journal of Political Economy*, Vol. 115 (6), 2007, pp. 7-8.

قالب ابراء بدهی‌های نکول شده و دریافت منابع مالی جدید) برخوردار بودند. بدین ترتیب، با توجه به محدودبودن طرفین اختلافات، تمامی فرایند حل‌وفصل اختلافات ناشی از نکول وام‌های رسمی و وام‌های بانکی سندیکایی در چارچوب صندوق بین‌المللی پول، کلاب لندن<sup>۳۵</sup> و کلاب پاریس<sup>۳۶</sup> صورت می‌گرفت و تابع قواعد شفاف و مشخصی بود.<sup>۳۷</sup>

فروپاشی رسمی سیستم برتن وودز در دهه ۷۰ میلادی در شرایطی که بازارهای مالی بین‌المللی به سرعت در حال گسترش و توسعه بودند، منجر به شکل‌گیری خلأ بنیادین در حوزه قواعد حاکم بر تأمین مالی بین‌المللی و بالاخص در مواجهه با نکول بدهی‌های بین‌المللی توسط دولت‌ها شد.<sup>۳۸</sup> در این برهه، تا دهه ۸۰ میلادی، اخذ وام و تسهیلات اعتباری از بانک‌های تجاری خارجی همچنان مهم‌ترین شیوه تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها بود. متعاقب وقوع زنجیره‌ای از نکول بدهی‌های دولت‌ها به بانک‌های تجاری و متوقف کردن رویه اعطای وام به دولت‌ها توسط بانک‌های تجاری و با توجه به تحولات پدیدآمده در نظم مالی بین‌المللی از جمله آزادسازی تجارت خدمات مالی و بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه، شیوه‌های سنتی تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها کنار نهاده شده و بدین ترتیب با توجه به عواملی چون طولانی‌تر بودن سررسید بدهی‌های ناشی از انتشار اوراق نسبت به بدهی‌های ناشی از استقراض مستقیم از دولت‌ها، بانک‌ها و سازمان‌های بین‌المللی، انتشار اوراق بدهی توسط دولت‌ها به مهم‌ترین و رایج‌ترین شیوه تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها تبدیل شد.<sup>۳۹</sup>

منظور از اوراق بدهی، اوراق بهادار<sup>۴۰</sup> مبتنی بر بدهی است. در واقع اوراق بهادار برحسب رابطه‌ای که میان ناشر<sup>۴۱</sup> و سرمایه‌گذار (دارنده اوراق)<sup>۴۲</sup> ایجاد می‌کنند به دو قسم اوراق بهادار سرمایه‌ای<sup>۴۳</sup> و اوراق بهادار بدهی<sup>۴۴</sup> تقسیم می‌شوند. در اوراق سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاران، مالکیت

**۳۵.** کلاب لندن (London Club) در واقع چارچوبی موردی (Ad hoc) متشکل از دولت بدهکار و بانک‌های تجاری جهت امهال، تمدید موعد پرداخت و اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها ناشی از اخذ وام و تسهیلات اعتباری از بانک‌های تجاری است.

**۳۶.** کلاب پاریس (Paris Club)، چارچوبی موردی متشکل از دولت بدهکار و دولت یا نهادهای بین‌المللی بستانکار جهت مذاکره و اصلاح ساختار وام‌های رسمی اخذشده از دولت‌ها و نهادهای مالی عضو این کلاب است.

**۳۷.** جهت مطالعه اصول و قواعد حاکم بر نحوه اصلاح ساختار بدهی‌ها در چارچوب کلاب پاریس و کلاب لندن و تفاوت‌های میان آن‌ها، ن.ک:

Megliani, M. *Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation*. New York, Springer, 2015, pp. 285-307 & 331-333.

**38.** Bohoslavsky, J. P. & Goldmann, M., "An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law", *Yale Journal of International Law*, Vol. 41 (13), 2016, p. 21.

**39.** Elson, A., *op.cit.*, pp. 11-19.

**40.** Securities

**41.** Issuer

**42.** Investor/Bondholder

**43.** Equity Securities

**44.** Debt Securities

دارایی پایه را به دست می‌آورند. سهام، مصداق بارز اوراق بهادار سرمایه‌ای است. در این حالت، رابطه میان سرمایه‌گذار و ناشر، رابطه طلبکار- بدهکار نیست و اصولاً سرمایه‌گذار و ناشر در مالکیت دارایی با یکدیگر مشارکت می‌کنند. در اوراق بدهی، ناشر اوراق، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق و سودهای متعلقه را تعهد می‌کند و رابطه پایه میان طرفین، رابطه طلبکار- بدهکار است. اوراق قرضه<sup>۴۵</sup> و اسناد خزانه<sup>۴۶</sup> از این قبیل‌اند.<sup>۴۷</sup> بنابراین اوراق بدهی به مفهوم اسنادی است که نمایانگر رابطه بدهکار- طلبکار میان ناشر اوراق و دارنده اوراق، میزان بدهی، نرخ سود آن و مواعد و سایر شروط بازپرداخت اصل و سود اوراق به دارنده است و منظور از اوراق بدهی دولتی،<sup>۴۸</sup> اسنادی است که دولت جهت تأمین نقدینگی مورد نیاز کشورش منتشر کرده و اشخاص، اعم از حقیقی یا حقوقی نسبت به خرید مستقیم آن از دولت در فرایند عرضه در بازار اولیه<sup>۴۹</sup> اوراق اقدام کرده یا آنکه در بازار ثانویه،<sup>۵۰</sup> اوراق مزبور را از خریداران اولیه آن خریداری می‌کنند.

اوراق بدهی دولتی در گذشته در بازارهای داخلی هر کشور منتشر می‌شدند. متعاقب روند آزادسازی تجارت خدمات مالی، شکل‌گیری بازارهای نوظهور مالی، افزون بر بازارهای کهن‌تر چون نیویورک و لندن، بین‌المللی‌شدن بازارهای مالی و رشد سریع فناوری که سبب تسهیل و تسریع عرضه اولیه اوراق در تمامی بازارهای مالی جهان و داد و ستد ثانویه این اوراق بر روی سامانه‌های خرید و فروش اینترنتی اوراق بدهی و ورای مرزهای جغرافیایی، مفهوم «اوراق بدهی بین‌المللی دولتی»<sup>۵۱</sup> شکل گرفت.<sup>۵۲</sup> شاخص‌های اصلی بین‌المللی‌بودن اوراق بدهی دولتها، علاوه بر ناشر اوراق که باید دولتی خارجی باشد که در بازاری خارجی مبادرت به انتشار اوراق می‌کند، عبارت‌اند از ارز مبنای انتشار اوراق که نباید ارز ملی محل انتشار اوراق باشد، محل عرضه اوراق که نباید منحصر به بازار سرمایه یک کشور باشد و متعهدین پذیرهنویس<sup>۵۳</sup> که باید دارای تابعیت‌های متفاوت باشند.<sup>۵۴</sup>

45. Bond

46. Treasury Note

47. سلطانی، محمد؛ حقوق بازار سرمایه، سمت و مرکز تحقیق و توسعه علوم انسانی دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۹۵، صص ۱۸۸-۱۸۹.

48. Government Bonds

49. Primary Market

50. Secondary Market

51. Sovereign Bonds

52. Rieffel, L., *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Brookings Institution Press, 2003, pp. 37-38.

53. Underwriters

54. Tennekoon. R. C., *The Law and Regulation of International Finance*, Butterworths, London/Dublin/Edinburgh, 1991, pp. 3-148.

## ۲. موج نکول اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌ها

یکی از وجوه افتراق اوراق بدهی بین‌المللی منتشره توسط اشخاص خصوصی و دولت‌ها، در وضعیت پس از نکول اوراق توسط ناشر نهفته است. «نکول بدهی»<sup>۵۵</sup> به معنای وضعیتی است که بدهکار قادر به ایفای تعهدات مالی خود، اعم از پرداخت هریک از سودهای دوره‌ای یا اصل مبلغ اوراق نباشد. عموماً اوراق بدهی بین‌المللی متضمن شرط حال شدن تمام دیون در صورت نکول هستند؛ بدین معنا که در صورت عدم پرداخت یکی از اقساط سودهای دوره‌ای، بنا به درخواست دارندگان اوراق، کل بدهی دولت حال شده و دارندگان اوراق، حق مطالبه کل مبلغ اوراق، اعم از اصل و تمامی سودها را پیدا می‌کنند.<sup>۵۶</sup>

نکول بدهی‌ها از بدو شکل‌گیری رویه استقراض دولت‌ها در سده هفدهم میلادی امری معمول و شایع بوده است. در گذشته، نکول بدهی‌های دولت‌ها غالباً از طریق مذاکرات بین‌الدولی و گاه از طریق توسل به زور علیه دولت مقروض جهت الزام به بازپرداخت بدهی حل‌وفصل می‌شد. کنارنهادن رویه توسل به زور جهت استیفای مطالبات از دولت‌های بدهکار را باید در وهله نخست مرهون *لویی دراگو*، وزیر امور خارجه آرژانتین دانست که برای نخستین بار این دکترین را طرح کرد که بدهی‌های دولتی و عمومی نمی‌تواند علت موجهه مداخله نظامی باشد. از آن پس و به‌طور خاص با توجه به ممنوعیت صریح توسل به زور در بند ۴ ماده ۲ منشور ملل متحد، مداخله نظامی جهت الزام دولت‌های بدهکار به پرداخت دیون به‌طور کلی منسوخ شد.<sup>۵۷</sup>

چنان‌که اشاره شد، وجوه ممیزه بدهی‌های مبتنی بر انتشار اوراق بدهی بین‌المللی دولتی در زمان ناتوانی دولت در پرداخت سودهای دوره‌ای اوراق یا اصل آن در سررسید نمایان می‌شود چرا که برخلاف نکول و عدم پرداخت اصل یا سودهای دوره‌ای اوراق توسط اشخاص خصوصی که دارندگان اوراق یادشده، امکان طرح دعوا نزد محاکم قضایی یا مراجع داورى صالح جهت الزام ناشر به پرداخت بدهی را دارند و در این حالت، امکان توقیف اموال و دارایی‌های آن، اعلام توقف و صدور حکم ورشکستگی، ورود به فرایند تصفیه و در نهایت، انحلال شرکت متصور است، اگر ناشر اوراق، یک دولت باشد، چنین سازوکارهای اجرایی به‌سهولت قابلیت تحقق ندارد و علت عمده آن را باید در اصل حاکمیت دولت‌ها جستجو کرد.<sup>۵۸</sup>

آنچه وضعیت اوراق بدهی بین‌المللی دولتی را در فرض نکول غامض‌تر می‌کند، گستردگی و پراکندگی بستانکاران و دارندگان اوراق است. در این فرض، در مقابل دولت‌ها تعداد بسیار بالایی

55. Default

56. Rieffel, L., *op.cit.*, p. 11.

57. Schier, H., *Towards a Reorganisation System for Sovereign Debt*, Leiden, The Netherlands: Brill | Nijhoff, 2007, pp. 6-7.

58. Rieffel, L., *op.cit.*, pp. 12-13.



از دارندگان اوراق بدهی قرار دارند که وجه بارز آن‌ها تأثیرپذیری بسیار بالای آن‌ها از تحولات اقتصادی دولت‌های ناشر است، چنان‌که با هرگونه تغییر جزئی در شرایط اقتصادی دولت ناشر و با توجه به نقدشوندگی بازارهای سرمایه که به آنان امکان خرید و فروش اوراق در چند ثانیه را می‌دهد، نسبت به فروش اوراق و خارج کردن سرمایه خود اقدام می‌کنند.<sup>۵۹</sup>

از سویی با توجه به درهم‌تنیدگی بازارهای مالی، تصمیم سرمایه‌گذاران به فروش اوراق منتشره توسط یک دولت نه تنها اعتبار مالی آن دولت در تمام بازارهای جهانی را خدشه‌دار می‌کند بلکه اوراق منتشره توسط سایر کشورها را که خصایص مشابهی دارند نیز متأثر می‌کند. چنان‌که در جریان بحران مالی مورد بحث، بحران نقدینگی که ابتدائاً دامن‌گیر مکزیک شده بود پیش از آنکه مداخله و مساعدت صندوق بین‌المللی پول و ایالات متحده آمریکا بتواند به مکزیک جهت غلبه بر این بحران کمکی کند، به سرعت به بازارهای برزیل و سپس آرژانتین سرایت کرد.<sup>۶۰</sup> در سال‌های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸، بحران مشابهی، بازارهای مالی آسیای شرقی از جمله تایلند، اندونزی و کره جنوبی را دربرگرفت.<sup>۶۱</sup> سپس در ۱۹۹۸ میلادی، بازارهای مالی با شوک نکول اوراق بدهی منتشره توسط دولت روسیه مواجه شدند که با اثرگذاری بر تمامی بازارهای مالی جهانی، منجر به کاهش شدید ارزش اوراق منتشره توسط کشورهای در حال توسعه و در مقابل، افزایش چشمگیر ارزش اوراق خزانه دولت ایالات متحده شد.<sup>۶۲</sup>

اما نقطه عطف بحران‌های بدهی بین‌المللی، بحران بدهی آرژانتین بود که از حیث گستردگی ابعاد و اثرات و تبعات آن بر نظم مالی بین‌المللی از تمامی بحران‌های بدهی پیشین متمایز بود. منشأ اصلی بحران، نکول اوراق بدهی منتشره توسط دولت آرژانتین، هم در بازار سرمایه داخل آن کشور و هم در بازارهای بین‌المللی بود. ارزش بدهی‌های نکول شده آرژانتین، رقمی معادل نیمی از کل بدهی‌های دولت‌ها در تمام جهان بود و بستانکاران آن، سرمایه‌گذاران حقیقی یا حقوقی با تابعیت‌های متفاوت بودند که در نقاط مختلف جهان، اقدام به سرمایه‌گذاری در اوراق منتشره توسط دولت آرژانتین کرده بودند.<sup>۶۳</sup>

59. Naim, M., "Mexico's Larger Story?", *Foreign Policy*, Vol. 99, 1995, pp. 112-130.

60. Carrasco, E.R., & Thomas, R., "Encouraging Relational Investment and Controlling Portfolio Investment in Developing Countries in the Aftermath of the Mexican Financial Crisis". *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 34, 1996, pp. 571-572.

61. Buckley, R.P., *The International Financial System: Policy & Regulation*, Kluwer Law International, London, 2008, pp. 56-66.

62. Buckley, R.P., "Lessons from the Globalisation of the Emerging Debt Markets", *Journal of International Banking Law*, Vol. 15, 2000, p. 107.

۶۳. ۴۰ درصد از دارندگان اوراق مزبور، اتباع دولت آرژانتین و ۶۰ درصد اشخاص خارجی بودند که ۱۵ درصد این گروه را سرمایه‌گذاران ایتالیایی تشکیل داده بودند. جهت مطالعه بیشتر در خصوص بحران آرژانتین، ن.ک: جوزف استیگلیتز؛ «درس‌هایی از بحران آرژانتین»، ترجمه: رضا حریری؛ *مجله اقتصادی*، خرداد ۱۳۸۱، شماره ۸، صص ۴۸-۴۷.

### ۳. کم‌رنگ‌شدن تدریجی دکترین مصونیت دولتها

عامل دیگری که سبب تشدید تبعات منفی بحران بدهی‌های دولتها به‌ویژه در دهه اخیر شده، کم‌رنگ‌ترشدن اصل مصونیت دولتهاست. این اصل سبب شده بود از دیرباز التزام به بازپرداخت بدهی‌های دولتها عموماً التزامی اخلاقی انگاشته شود.<sup>۶۴</sup> این اصل که در حقیقت مبتنی بر برابری حاکمیتی دولتها بوده و بدین معناست که دعای علیه یک دولت، قابلیت طرح نزد محاکم و مراجع قضایی داخلی دولتی دیگر ندارد،<sup>۶۵</sup> از ۱۹۵۰ تا به امروز همواره تعدیل شده است.<sup>۶۶</sup> در ۱۹۵۲، وزارت امور خارجه دولت ایالات متحده اعلام کرد که از آن پس دولتهای خارجی از مصونیت از دعای ناشی از اعمال تجاری محض<sup>۶۷</sup> برخوردار نخواهند بود و مصونیت قضایی و اجرایی دولتهای خارجی در قلمرو سرزمینی دولت ایالات متحده، محدود به دعای ناشی از اعمال حاکمیتی و عمومی<sup>۶۸</sup> خواهد بود.<sup>۶۹</sup> متعاقباً این رویکرد از سوی بسیاری از کشورها اتخاذ و در قالب برخی قوانین داخلی مدون شد که از آن جمله می‌توان به «قانون مصونیت‌های دولتهای خارجی، مصوب کنگره ایالات متحده»<sup>۷۰</sup> در ۱۹۷۶ میلادی و «قانون مصونیت دولتی انگلستان»<sup>۷۱</sup> در ۱۹۷۸ اشاره کرد.

بدین ترتیب، امروزه دکترین مصونیت دولتها محدود و مقید به دایره اعمال حاکمیتی دولتها شده و عموماً پذیرفته شده است که مبادرت دولتها به اعمال تجاری به‌منزله انصراف آنها از حمایت‌های ناشی از اصل مصونیت دولتهاست. اما در خصوص تعریف اعمال تجاری، باب تفسیر باز بوده و این امر سبب بروز مباحث گسترده تا به امروز بوده است. در این خصوص، رأی دیوان عالی ایالات متحده آمریکا در ۱۹۹۲ در پرونده جمهوری آرژانتین علیه کمپانی ولتنور،<sup>۷۲</sup> منشأ تثبیت این رویه در بین محاکم این کشور شد که نکول بدهی‌های قراردادی که مستلزم پرداخت در داخل ایالات متحده هستند، متضمن علقه مستقیمی است که به‌موجب قانون مصونیت‌های دولتهای خارجی این کشور، سبب اعمال قوانین آن کشور بر دعای ناشی از نکول اوراق مزبور خواهد شد. بدین ترتیب، به‌موجب قوانین ایالات متحده، انتشار اوراق بدهی بین‌المللی توسط یک دولت،

64. Buchheit, L.C., & G. Mitu Gulati, "Responsible Sovereign Lending and Borrowing", *Law and Contemporary Problems*, Vol. 73, 2010, pp. 63-92.

65. Brownlie, I., *Principles of Public International Law*, Sixth edition. New York: Oxford University Press, 2016, p. 325.

66. Weidemaier, M.C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt", *University of Illinois Law Review*, Vol. 68, 2014.

67. *Acta Iure Gestionis*

68. *Acta Iure Imperii*

69. Shaw, M. N., *International Law*, 5<sup>th</sup> edition. Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 628.

70. Foreign Sovereign Immunities Act of 1976, codified in relevant part at 28 U.S.C. §§ 1602et seq., 2000.

71. The State Immunity Act (1978)

72. *Republic of Argentina. v. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607, 1992.

صرف‌نظر از قصد و مبنای انتشار و علت نکول اوراق، تقریباً همیشه و در همه حال، اعمال تجاری محسوب خواهد شد.<sup>۷۳</sup> این تفسیر از آن پس به‌عنوان معیار تمیز اعمال تجاری و اعمال حاکمیتی پذیرفته شده است. افزون بر آن، قراردادهای مبنای انتشار اوراق، متضمن شرط انصراف دولت ناشر از حمایت‌های ناشی اصل مصونیت دولت‌ها بوده و در نتیجه، مصونیت دولت‌ها دیگر نقش مهمی در محافظت از دولت‌های بدهکار در مقابل دعاوی مطروحه از سوی بستانکاران ایفا نمی‌کند.<sup>۷۴</sup>

#### ۴. گشایش باب ورود صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک<sup>۷۵</sup>

یکی از مهم‌ترین تبعات خلأ موجود در نظام حقوق بین‌الملل و فقدان قواعد و چارچوب حقوقی مشخص جهت اصلاح ساختار اوراق بدهی بین‌المللی منتشره توسط دولت‌ها و نیز کم‌رنگ‌شدن حمایت‌های ناشی از مصونیت قضایی و اجرایی دولت‌ها طی سال‌های اخیر، ورود بازیگران جدیدی تحت عنوان صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک که در قطعه‌نامه‌های مجمع عمومی ملل متحد از آن‌ها به‌عنوان صندوق‌های فرصت‌طلب<sup>۷۶</sup> نام برده شده، به جرگه بستانکاران دولت‌ها و طرح دعاوی متعدد از سوی این صندوق‌ها علیه دولت‌های بدهکار نزد محاکم داخلی مراکز مالی بزرگ دنیا چون نیویورک و لندن و نیز مراجع داوری چون ایکسید بوده است.

شیوه عمل این صندوق‌ها بدین ترتیب بوده که با توجه به خصایص ویژه اوراق بدهی دولتی و ناتوانی سرمایه‌گذاران خرد به‌عنوان دارندگان اوراق بهادار یادشده از الزام دولت‌ها به بازپرداخت اصل و سود اوراق مزبور، به‌محض اعلام نکول اوراق بدهی منتشره توسط دولت‌ها یا پیش‌بینی نکول اوراق دولتی توسط «شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری»،<sup>۷۷</sup> دارندگان اوراق به‌سرعت به بازارهای ثانویه جهت فروش اوراق مزبور ولو با نرخ‌هایی پایین‌تر از نرخ اسمی اوراق هجوم می‌برند. در چنین شرایطی، صندوق‌های پوشش ریسک به‌عنوان «سرمایه‌گذاران نهادی»<sup>۷۸</sup> و حرفه‌ای، نسبت به خرید اوراق یادشده از سرمایه‌گذاران خرد، با نرخ‌های بسیار پایین‌تر از ارزش اسمی اوراق اقدام می‌کنند. از آنجا که مشارکت در فرایند مذاکره در خصوص تغییر شرایط بازپرداخت بدهی‌های دولت‌ها برای دارندگان اوراق الزام‌آور نیست، این صندوق‌ها از توافق با دولت‌ها جهت معاوضه اوراق بدهی خود با اوراقی جدید با سررسید طولانی‌تر یا نرخ بهره پایین‌تر خودداری کرده و بلافاصله نسبت به طرح دعوا نزد محاکم نیویورک یا لندن جهت الزام دولت بدهکار به پرداخت کامل ارزش اسمی اوراق

73. Stoll, P.T., "State Immunity", in R. Wolfrum (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, 2011, Marginal notes 6 and 22.

74. Waibel, M., *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge University Press, 2011, p.157; *Republic of Argentina v. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607, 1992.

75. Hedge Funds

76. Vulture Funds

77. Credit Rating Agencies

78. Institutional Investors

به‌علاوه سودهای دوره‌ای، هزینه‌های دادرسی، خسارات تأخیر تأدیه و سایر خسارات، با رقم‌هایی بالغ بر ۲۰۰ تا ۳۰۰۰ درصد مبالغ پرداختی جهت خرید اوراق، اقدام می‌کنند.<sup>۷۹</sup> با توجه به مبالغ بسیار بالای موضوع دعاوی مطروحه از سوی این صندوق‌ها و زمان‌بر بودن رسیدگی قضایی به این دعاوی توسط محاکم داخلی و با عنایت به آنکه بر اساس رویه بازارهای مالی، در چنین مواردی، امکان دسترسی دولت‌هایی که اقدام به نکول اوراق کرده‌اند به بازارهای اوراق بدهی بین‌المللی و منابع ناشی از تأمین مالی بین‌المللی با مانع مواجه می‌شود،<sup>۸۰</sup> صندوق‌های یادشده از این شرایط به‌عنوان اهرم فشاری برای وادار کردن دولت مزبور به سازش خارج از دادگاه و پرداخت مبالغ بسیار بالایی به این صندوق‌ها استفاده می‌کنند.<sup>۸۱</sup>

این رویه خطرناک به‌طور جدی طی بحران بدهی آرژانتین نمود یافت. متعاقب نکول اوراق بدهی منتشره توسط آرژانتین، یک صندوق سرمایه‌گذاری پوشش ریسک به نام *کاپیتال ان‌ام‌ال*، که حجم زیادی از اوراق منتشره توسط دولت آرژانتین را در بازار ثانویه و با نرخ بسیار پایین‌تر از ارزش اسمی اوراق از دارندگان اولیه اوراق آن کشور خریداری کرده بود، در فرایند مذاکرات و اصلاح ساختار بدهی‌های آرژانتین، طرح‌های پیشنهادی این کشور جهت معاوضه اوراق را رد کرده و اقدام به طرح دعوا علیه دولت آرژانتین و مطالبه کامل اصل و سود اوراق مزبور به‌علاوه خسارت تأخیر تأدیه و هزینه‌های دادرسی نزد محاکم نیویورک کرد.<sup>۸۲</sup> در ۲۰۱۲، دادگاه فدرال ناحیه جنوبی نیویورک، دولت آرژانتین را محکوم به پرداخت ۱٫۵ میلیارد دلار بابت اصل و سود اوراق و خسارات تأخیر تأدیه به خواهان کرد و مهم‌تر از آن با ارائه تفسیری جدید از «شرط برابری و عدم تبعیض میان دارندگان اوراق»<sup>۸۳</sup> که یکی از شروط نمونه مندرج در قراردادهای مبنای انتشار اوراق آرژانتین بود، اعلام کرد که تا زمانی که دولت آرژانتین مبلغ اخیر را به خواهان به‌عنوان دارنده اوراق آن دولت پرداخت نکند، مجاز نخواهد بود سودهای دوره‌ای اوراق جدیدی که طی فرایند اصلاح ساختار بدهی‌های خود با اوراق قبلی معاوضه کرده بود، به سایر دارندگان اوراق پرداخت کند. مضافاً دادگاه اعلام کرد تمامی نهادهای متولی پرداخت‌های بین‌المللی اعم از بانک‌ها، کارگزاران و نهادهای

79. Bohoslavsky, J.P., & Goldmann, M., "An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law", *Yale Journal of International Law*, Vol. 41 (13), 2016, p. 27.

80. Pitchford, R. and Wright. M. L. J., "Holdouts in sovereign Debt Restructurings: A Theory of Negotiations in a Weak Contractual Environment", *Review of Economic Studies*, Vol. 79(2), 2012.

81. Guzman, M. and J.E., Stiglitz. "Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring That Works", in Martin Guzman, José A. Ocampo, and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, New York: Columbia, 2016, pp. 10-11.

82. *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG), 2012 WL 5895784 (S.D.N.Y. Nov. 21, 2012).

83. *Parri Passu Clause*

واسطاً، از جمله یوروکلیر<sup>۸۴</sup> و کلیبر/ستیریم<sup>۸۵</sup> ممنوع از هرگونه همکاری با آرژانتین جهت پرداخت سوده‌های دوره‌ای به سایر دارندگان اوراق خواهند بود مگر آنکه از پرداخت مبالغ مشابه به خواهان اطمینان حاصل کنند.<sup>۸۶</sup> این تفسیر از شرط قراردادی عدم تبعیض میان دارندگان اوراق، ضمن آنکه سبب محرومیت دارندگانی که با حسن‌نیت در فرایند اصلاح ساختار بدهی‌های آرژانتین مشارکت کرده بودند از دریافت حقوق مترتب بر اوراق شد، با توجه به گستردگی دامنه فعالیت‌های نهاد‌های مالی در قلمرو ایالات متحده و وابستگی فعالیت این نهادها به سیستم مالی این کشور، سبب قطع دسترسی بانک‌ها و نهاد‌های مالی آرژانتین به سیستم‌های پرداخت بین‌المللی شد.<sup>۸۷</sup> دولت آرژانتین در واکنش به این رأی، در ۲۰۱۴ و با استناد به بند ۵ ماده ۳۸ آیین دادرسی دیوان بین‌المللی دادگستری، علیه ایالات متحده امریکا نزد دیوان طرح دعوا کرد و مدعی نقض حاکمیت این کشور توسط دولت ایالات متحده شد.<sup>۸۸</sup> با توجه به عدم اعلام رضایت ایالات متحده به پذیرش صلاحیت دیوان جهت رسیدگی به این قضیه، دعوای آرژانتین به هیچ نتیجه ملموسی نرسید.

آنچه در این قضیه باید بدان توجه کرد این است که مورد آرژانتین نه استثنایی بر اصل، بلکه بخشی از یک رویه در حال شکل‌گیری در چارچوب بازارهای بین‌المللی اوراق بدهی دولتی است.<sup>۸۹</sup> در حالی که در دهه ۸۰ میلادی، تنها ۵ درصد از موارد نکول بدهی‌های دولت‌ها منتهی به طرح دعوا از سوی بستانکاران شده بود، این نسبت در ۲۰۱۰ میلادی به ۵۰ درصد رسید.<sup>۹۰</sup> این رویه تا به امروز استمرار داشته و منتهی به طرح دعوای متعدد نزد محاکم داخلی و نیز مراجع دوری چون مرکز بین‌المللی حل و فصل اختلافات سرمایه‌گذاری (ایکسید)<sup>۹۱</sup> شده است که از آن جمله می‌توان به دعوای مطروحه علیه دولت‌هایی چون اکوادور، اوکراین، ونزوئلا و در نهایت، یونان اشاره کرد. در بحران بدهی یونان نیز صندوق‌های پوشش ریسک، پیش از آغاز طرح اصلاح ساختار بدهی‌های این کشور، اقدام به خرید اوراق منتشره توسط دولت یونان کرده و سپس از مشارکت در طرح اصلاح ساختار بدهی‌های این کشور خودداری کردند. دولت یونان در مواجهه با تهدید به طرح دعوا از سوی این صندوق‌ها، ناگزیر به پرداخت ۷۹۰ و ۵۴۰ میلیون دلار به هریک از صندوق‌های

84. Euroclear

85. Clearstream

86. *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG), 2012 WL 5895784 (S.D.N.Y. Nov. 21, 2012).87. Weidemaier, M.C. & Gelper, A., "Injunctions in Sovereign Debt Litigation", *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31, 2014, pp. 189.

88. I.C.J. Press Release No. 2014/25 (Aug. 7, 2014).

89. Guzman, M. and Stiglitz, J., "How Hedge Funds Held Argentina for Ransom", *New York Times*, 2016.90. Schumacher, J., Trebesch, C. & Enderlein, H., "What Explains Sovereign Debt Litigation?" *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, 2015, pp. 585-623.

91. The International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID)

مزبور شد که مبلغی معادل دو درصد تولید ناخالص داخلی این کشور بود.<sup>۹۲</sup>

## ۵. تشتت در رویه قضایی و داوری در مواجهه با دعاوی دارندگان اوراق علیه دولت‌ها

انتشار اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌ها غالباً تابع قوانین مراکز مالی مهم دنیا از جمله نیویورک و لندن بوده و حل و فصل اختلافات ناشی از تفسیر یا اجرای قراردادهای مبنای انتشار اوراق و به‌طور خاص نکول اوراق، تابع صلاحیت قضایی محاکم نیویورک و لندن و در برخی موارد، فرانکفورت یا زوریخ است. از سویی، ایکسید نیز در سال‌های اخیر بر مبنای موافقت‌نامه‌های سرمایه‌گذاری میان دولت ناشر اوراق و دولت متبوع دارندگان اوراق، خود را صالح به رسیدگی به اختلافات ناشی از نکول اوراق دانسته است. رویه شکل‌گرفته در خصوص رجوع بستانکاران و بالاخص صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک به محاکم داخلی یا مراجع داوری جهت الزام دولت‌ها به پرداخت کامل اصل و سود اوراق و خسارات وارده، منجر به بروز چالش‌های حقوقی بنیادینی شده است. چنان‌که در رویه قضایی محاکم داخلی ایالات متحده مشهود است، رسیدگی به اختلافات ناشی از بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها در محاکم داخلی صرفاً منحصر به بررسی تعهدات قراردادی و صدور حکم به تعهد یا عدم تعهد دولت به بازپرداخت بدهی بر اساس قراردادهای مبنای انتشار اوراق است. این محاکم توجهی به ماهیت و جایگاه ویژه دولت و نیز دفاعیات و دلایل اقامه‌شده از سوی دولت‌ها ندارند و توجه به تبعات صدور حکم به پرداخت کامل بدهی برای دولت و اتباع آن اساساً برای قضاوت داخلی موضوعیت ندارد. افزون بر این، با توجه به محدودتر شدن روزافزون دامنه اصل مصونیت و نیز درج شرط انصراف از مصونیت در قراردادهای مبنای انتشار اوراق، استناد دولت‌ها به این اصل در غالب محاکم داخلی پذیرفته نمی‌شود.

دولت‌ها گاهی به‌ضرورت<sup>۹۳</sup> به‌عنوان رافع مسئولیت خود متوسل شده‌اند اما این دفاع نیز مورد پذیرش غالب محاکم داخلی قرار نگرفته است چرا که بنا به تفسیر قضاوت داخلی، ضرورت به‌عنوان رافع مسئولیت دولت‌ها، تنها در روابط میان دولت‌ها قابل استناد است و دولت‌ها نمی‌توانند به ضرورت در روابط خود با اشخاص خصوصی استناد کنند. مهم‌ترین نمونه این آراء، رأی دادگاه قانون اساسی فدرال آلمان در ۲۰۰۷ در خصوص بدهی‌های آرژانتین است.<sup>۹۴</sup> متعاقب نکول اوراق بدهی آرژانتین، دعاوی متعددی از سوی گروهی از دارندگان این اوراق نزد دادگاه‌های فرانکفورت اقامه شد. در ۲۰۰۳ دادگاه‌های مزبور، موضوع را به دادگاه قانون اساسی فدرال آلمان ارجاع داده و این

92. Kamenis S. D., "Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece", *Crisis Observatory Research Paper*, No. 13, 2014, p. 15.

93. Necessity

94. BVerfG, Order of the Second Senate of 08 May 2007-2 BvM 1/03.

پرسش را مطرح کردند که آیا ضرورت مورد استناد آرژانتین که بنا به ادعای آن کشور می‌تواند علت موجهه تعلیق موقت ایفای تعهد آرژانتین به پرداخت حقوق مترتب بر اوراق باشد، یک قاعده حقوق بین‌الملل محسوب می‌شود؟ در صورتی که پاسخ مثبت باشد، آیا چنین قاعده‌ای ماهیتاً قاعده حقوق بین‌الملل عام است که بتواند بخشی از حقوق داخلی محسوب شده و مستقیماً برای اشخاص حق و تکلیف ایجاد کند؟

در پاسخ، دادگاه قانون اساسی ضمن بیان آنکه ضرورت به‌عنوان قاعده حقوق بین‌الملل نمی‌تواند در اختلافات دولت‌ها با اشخاص خصوصی و نزد محاکم داخلی مورد استناد قرار گیرد، اعلام کرد از این پس دارندگان اوراق بدهی دولت‌ها می‌توانند در محاکم آلمان طرح دعوا کنند، آرای صادره به نفع ایشان در آلمان مورد شناسایی قرار می‌گیرد و حتی می‌توانند نسبت به توقیف اموال و دارایی‌های دولت بدهکار نیز اقدام کنند، مشروط به آنکه قراردادهای مبنای انتشار اوراق، متضمن شرط انصراف از مصونیت دولت بوده باشند.<sup>۹۵</sup>

گروهی از دارندگان اوراق بدهی دولتی به جای رجوع به دادگاه‌های داخلی، دعاوی خود را نزد دیوان‌های داوری ایکسید طرح کرده‌اند. اما آنچه از آرای داوری صادره از ایکسید در این دعاوی می‌توان استنباط کرد، فقدان رویکردی واحد و منسجم در رسیدگی به این دعاوی است. نمونه این تشتت و عدم انسجام در آرای دیوان‌های داوری ایکسید در خصوص استناد به ضرورت به‌عنوان یکی از معاذیر رافع مسئولیت دولت آرژانتین مشهود است. در واقع، آرژانتین با استناد به شدت و وخامت بحران اقتصادی خود، همواره به ضرورت به‌عنوان یکی از قواعد حقوق بین‌الملل عرفی استناد کرده است که در ماده ۲۵ طرح مواد راجع به مسئولیت بین‌المللی دولت‌ها به‌عنوان یکی از عوامل رافع مسئولیت بین‌المللی دولت تصریح شده<sup>۹۶</sup> و در ماده ۶ موافقت‌نامه دوجانبه سرمایه‌گذاری میان آرژانتین و ایالات متحده<sup>۹۷</sup> نیز منعکس شده است. در برخی اختلافات از جمله در قضیه

95. Michaels, R., "Public and Private International Law: German Views on Global Issues", *Journal of Private International Law*, Vol. 4, 2008, p. 137.

96. Article 25 of the *International Law Commission's Draft Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts* states: "1. Necessity may not be invoked by a State as a ground for precluding the wrongfulness of an act conformity with an international obligation of that State unless the act: (a) is the only way for the State to safeguard an essential interest against a grave and imminent peril; and (b) does not seriously impair an essential interest of the State or States towards which the obligation exists, or of the international community as a whole. 2. In any case, necessity may not be invoked by a State as a ground for precluding wrongfulness if: (a) the international obligation in question excludes the possibility of invoking necessity; or (b) the State has contributed to the situation of necessity".

97. Article XI of the *Treaty between the United States and Argentina concerning the Reciprocal Encouragement and Protection of Investment* ("U.S.-Argentina BIT") states: "This Treaty shall not preclude the application by either Party of measures necessary for the maintenance of public order, the fulfillment of its obligations with respect to maintenance or restoration of international peace or security, or the Protection of its own essential security interests".



سی.ام.اس علیه آرژانتین،<sup>۹۸</sup> دیوان داوری ایکسید با بیان آنکه سیاست‌های اقتصادی دولت آرژانتین تنها راهکار حفظ منفعت اساسی این کشور نبوده و دولت آرژانتین امکان اتخاذ راهکارهای دیگری برای حل بحران اقتصادی خود را داشته، ادعای این دولت را رد کرد.<sup>۹۹</sup> در قضیه *نبرون*<sup>۱۰۰</sup> نیز دیوان داوری ایکسید، استناد آرژانتین به ضرورت را رد کرد بر این اساس که اولاً بحران اقتصادی موجودیت کشور آرژانتین را با خطر مواجه نکرده و ثانیاً راهکار دولت آرژانتین تنها راهکار و راهبرد مقابله با بحران اقتصادی این کشور نبوده است.<sup>۱۰۱</sup> اما کمیته استیناف در مخالفت با این رویکرد بیان داشت که معیار «تنها راه حفظ منفعت اساسی» دارای مفهوم حقوقی خاصی است، در حالی که کارشناس دیوان داوری ایکسید اقتصاددان بود نه حقوق‌دان و نظر وی نمی‌تواند مبنای رد معیار مقرر در ماده ۲۵ پیش‌نویس مواد مسئولیت بین‌المللی دولت‌ها باشد.<sup>۱۰۲</sup> کمیته استیناف اشعار داشت که همیشه ممکن است بیش از یک راه برای مقابله با بحران‌های اقتصادی وجود داشته باشد و اگر چنین تفسیری مبنای رد استناد به ضرورت قرار بگیرد، هرگز در خصوص تدابیر اتخاذشده توسط دولت‌ها جهت مقابله با بحران‌های اقتصادی، قابلیت استناد به ضرورت وجود نخواهد داشت.<sup>۱۰۳</sup> در موارد دیگری چون قضیه *ال.جی و ای علیه آرژانتین*<sup>۱۰۴</sup> و *دعای سه‌گانه موسوم به دعای سوئر علیه دولت آرژانتین*،<sup>۱۰۵</sup> با وجود مشابهت تمامی امور موضوعی آن با قضیه سی.ام.اس، دیوان داوری ایکسید رأی کاملاً متفاوت صادر کرده و متذکر شد که وجود بحران اقتصادی، صرف‌نظر از میزان شدت و وخامت آن، مبنای مناسب و کافی برای استناد به ضرورت جهت رفع یا تعلیق تعهدات دولت محسوب نمی‌شود.<sup>۱۰۶</sup>

98. *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/8, Award, May 12, 2005.

99. *Ibid.*, paras. 214, 304.

100. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, LP v Argentine Republic* (Award, 22 May 2007) ICSID Case No. ARB/01/3.

101. *Ibid.*, paras. 304-09.

102. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, LP v Argentine Republic* (Decision on the Application for Annulment of the Argentine Republic, 30 July 2010) ICSID Case No. ARB/01/3, para. 374.

103. *Ibid.*, para. 369.

104. *LG&E Energy Corp. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision on Liability, October 3, 2006.

105. *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A. v Argentine Republic* (Decision on Liability, 30 July 2010) ICSID Case No. ARB/03/19; *AWG Group v Republic of Argentina* (Decision on Liability, 30 July 2010); *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. v Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/17, Decision on Liability, 30 July 2010.

106. *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A. v Argentine Republic* (Decision on Liability, 30 July 2010) ICSID Case No. ARB/03/19, para. 258 and *AWG Group v Republic of Argentina* (Decision on Liability, 30 July 2010), para. 258; *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. v Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/17, Decision on Liability, 30 July 2010, para. 236.



## ۶. اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها: رویکردهای صندوق بین‌المللی پول و سازمان ملل متحد

چنان‌که تشریح شد، امروزه تحولات اقتصادی و حقوقی بین‌المللی سه دهه اخیر، به نقطه‌ای رسیده که وجود خلأ در نظام حقوق بین‌الملل در خصوص تأمین مالی دولت‌ها از رهگذر انتشار اوراق بدهی بین‌المللی و عملکرد ضعیف نظم مالی بین‌المللی در پیشگیری و رفع بحران دیگر قابل انکار نیست. بدین ترتیب، ضرورت اصلاح چارچوب قواعد کنونی، نقطه اشتراک حقوق دانان و اقتصاددانان و به‌طور خاص، هدف غایی مشترک صندوق بین‌المللی پول از یک‌سو و ارکان ملل متحد از سوی دیگر شده است.<sup>۱۰۷</sup> اما راه‌ها و روش‌های پیشنهادی هریک از این ارکان جهت تحقق غایت مزبور متفاوت بوده است که تحت عناوین رویکرد قراردادی و رویکرد هنجاری بررسی خواهند شد.

### ۶-۱. رویکرد قراردادی

در انتهای ۲۰۰۱، آن کروگر، معاون اول مدیرعامل صندوق بین‌المللی پول، ضمن اذعان به نقایص و خلأهای موجود در نظم مالی بین‌المللی اعلام کرد که زمان آن فرارسیده که نظم مالی بین‌المللی موجود اصلاح و خلأهای آن ترمیم شود. این بیانات از زبان شخص شماره ۲ نهادی که در مرکز این نظم قرار دارد، مقدمه‌ای شد برای طرح موضوع اصلاح ساختار نظم مالی بین‌المللی کنونی. بدین منظور، از نوامبر ۲۰۰۱ تا آوریل ۲۰۰۳، اصلاح اساسنامه صندوق بین‌المللی پول و تدوین چارچوب معاهداتی موسوم به «سازوکار اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولتی»<sup>۱۰۸</sup> در دستور کار صندوق بین‌المللی پول و ۱۸۴ دولت عضو قرار گرفت. در خاتمه مذاکرات فشرده جهت تدوین سازوکار یادشده، پیش‌نویس طرح نسبتاً مفصل و مبسوطی به تأیید مدیران اجرایی صندوق بین‌المللی پول رسید که مبین اجماع نظر جامعه بین‌المللی در این خصوص بود. اما از آنجا که اصلاح اساسنامه صندوق بین‌المللی پول مستلزم رأی مثبت سه‌پنجم کل آرا بود و مخالفت ایالات متحده آمریکا که دارای ۱۷/۱۴ درصد از آرای صندوق است، سبب شد طرح پیشنهادی به تصویب نرسد و این ایده در چارچوب صندوق به شکست بینجامد. در نتیجه، صندوق بین‌المللی پول روش دیگری جهت تحقق هدف غایی خود که تدوین چارچوبی برای اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولتی بود اتخاذ کرد و تمرکز خود را معطوف به رویکردی قراردادمحور مبتنی بر اصلاح شروط مندرج در قراردادهای مبنای انتشار اوراق کرد.

رویکرد قراردادی به اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها حول این استدلال بنیادین

107. Guzman, M. and J. E. Stiglitz. "Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring That Works", in Martin Guzman, José A. Ocampo, and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, New York: Columbia, 2016, p. 4.

108. The Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)

شکل گرفته که بدهی‌های دولت به اشخاص خصوصی تابع قواعد قراردادی بوده و در جایی که امکان حل و فصل اختلافات فی‌مابین بر مبنای شروط قراردادی و مذاکره میان خود طرفین وجود دارد، توسل به سازوکارهای بین‌المللی ضرورتی ندارد. هدف از اتخاذ رویکرد قراردادی، بهبود ساختار قراردادهای مبنای انتشار اوراق بود که ماحصل آن امروزه در قالب درج شروط و بندهایی متحدالشکل در قراردادها و اسناد مربوط به انتشار اوراق متجلی شده است که مهم‌ترین مصادیق این شروط، «شرط اقدام گروهی»<sup>۱۰۹</sup> و «شرط رفتار مبتنی بر برابری و عدم تبعیض میان دارندگان اوراق»<sup>۱۱۰</sup> است.

شرط اقدام گروهی یا مشترک، ابتکاری جهت مقابله با آن دسته از دارندگان اوراق بود که با مخالفت با مذاکره با دولت ناشر اوراق، مانع فرایند اصلاح ساختار اوراق و مذاکره میان سایر دارندگان اوراق و دولت ناشر اوراق می‌شدند. چنان‌که پیش‌تر گفته شد، انتشار اوراق بدهی بین‌المللی به‌طور سنتی تابع قوانین ایالات متحده یا انگلیس بوده و در غالب قراردادهای مبنای انتشار این دسته از اوراق به صلاحیت قضایی محاکم نیویورک یا لندن به‌عنوان دو مرکز مالی عمده دنیا تصریح می‌شود. تا پیش از طرح بحران بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها، تغییر شروط بازپرداخت آن دسته از اوراق که به‌موجب قوانین نیویورک منتشر شده بودند، مستلزم اجماع و اتفاق آرا میان تمامی دارندگان اوراق بود. به بیان دیگر، دولت بدهکار جهت ورود به فرایند اصلاح ساختار و تغییر شرایط بازپرداخت اصل یا سود یا زمان بازپرداخت بدهی خود می‌بایست رضایت تمامی دارندگان اوراق را جلب می‌کرد. در غیر این صورت، هریک از دارندگان اوراق که موافق اصلاح ساختار بدهی‌های دولت نبودند می‌توانستند با رجوع به مراجع قضایی صالح، الزام دولت به پرداخت کامل اصل و سود اوراق را مطالبه کنند. در مقابل، اوراق منتشره به‌موجب قوانین لندن (و نیز لوکزامبورگ) متضمن شرط اقدام گروهی هستند؛ بدین معنا که برای اصلاح ساختار این اوراق، رأی مثبت اکثریت دارندگان اوراق (عموماً ۷۵ درصد دارندگان) کفایت می‌کند و در صورت موافقت اکثریت، اقلیت مخالف نیز ملتزم به مفاد توافق میان دولت و بستانکاران می‌شوند و حق رجوع به مراجع قضایی جهت مطالبه اصل و سود اوراق را ندارند.<sup>۱۱۱</sup>

متعاقب بحران بدهی آرژانتین و با تلاش‌های اتحادیه بین‌المللی بازارهای سرمایه (ایسما)<sup>۱۱۲</sup>

109. Collective Action Clauses (CACs)

110. *Pari Passu Clause*

111. Kletzer, K., "Sovereign Bond Restructuring: Collective Action Clauses and official Crisis Intervention", *IMF Working Papers 03/134*, International Monetary Fund, 2003. p. 3; Kletzer, K., "Resolving Sovereign Debt Crises with Collective Action Clauses", *FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco*, Number 2004-06, February 20, 2004, pp. 1-2; Galvis, S. & Saad, A., "Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead", *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 35, 2013, p. 713.

112. ICMA

شرط اقدام گروهی به‌عنوان شرط نمونه جهت درج در قراردادهای مبنای انتشار اوراق در قالب بازارهای مالی بین‌المللی پذیرفته شد.<sup>۱۱۳</sup>

با این حال، شروط قراردادی مزبور تا به امروز نتوانسته‌اند راهکاری جامع، منصفانه و مؤثر برای بحران بدهی دولت‌ها ارائه دهند.<sup>۱۱۴</sup> این امر بالاخص در خصوص اوراق بدهی بین‌المللی دولت‌ها صادق است، چرا که در خصوص اوراق بدهی بین‌المللی دولتی، از یک سو دارندگان اوراق از حیث تعداد، گستره جغرافیایی و جهت منافع، بسیار متنوع و مختلف هستند و امکان ایجاد هماهنگی میان آنان بسیار غیرمحمتمل است. از سوی دیگر، تجربه بحران‌های اخیر مؤید آن بوده که این شروط در تمامی قراردادهای مبنای انتشار اوراقی که در معرض نکول قرار دارند درج نشده‌اند. به‌عنوان مثال، در مورد بحران یونان، تنها قراردادهای مبنای انتشار اوراقی که تابع قانون انگلستان بودند متضمن شروط اقدام گروهی بودند.<sup>۱۱۵</sup>

به‌علاوه، با وجود درج این شروط در قراردادهای مبنای انتشار اوراق، همچنان دولت باید بتواند رضایت اکثریت دارندگان را به پذیرش طرح اصلاح ساختار بدهی جلب کند. این مسئله به‌ویژه با توجه به صدور رأی اخیر دادگاه فدرال نیویورک به پرداخت کامل بدهی بر مبنای نرخ اسمی اوراق و نیز خسارات تأخیر تأدیه، بسیار دشوار خواهد بود. علاوه بر این، صندوق‌های پوشش ریسکی که تخصص آن‌ها خرید اوراق بدهی در معرض نکول با نرخ تنزیل شده است، به‌سهولت می‌توانند تعداد اوراق و در نتیجه، رأی لازم جهت بلوکه کردن طرح اصلاح ساختار بدهی دولت را تملک کنند. بدین ترتیب، برخلاف استدلال طرفداران رویکرد قراردادی که اعمال قواعد و شروط قراردادی، موثرترین و کم‌هزینه‌ترین راهکار جهت حل‌وفصل مسألت‌آمیز اختلافات فیما بین دولت‌ها و بستانکاران است، موج‌دعای طرح‌شده علیه دولت‌های بدهکار نزد محاکم داخلی و دیوان‌های داوری ایکسید، حتی پس از درج شروط اقدام گروهی در قراردادهای مبنای انتشار اوراق در تمامی بازارهای مالی، گویای ناکارآمدی این رویکرد در پرکردن تمامی خلأهای موجود و حل بحران بدهی دولت‌ها است.<sup>۱۱۶</sup>

به‌علاوه، موضوع نکول بدهی‌های دولت‌ها در نقطه‌ای مرزی میان حقوق بین‌الملل عمومی و حقوق بین‌الملل خصوصی جای گرفته است. از منظر الزام به بازپرداخت بدهی توسط بستانکاران

**113.** International Capital Markets Association, *Standard Aggregated Collective Action Clauses ("CACs") for the Terms and Conditions of Sovereign Notes*, 2014, available at: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information>.

**114.** Schwarcz, S.L., "A Proposal for Uncitral Research: A Model-Law Approach to Sovereign Debt Restructuring", *CIGI Policy Brief*, No. 64, August 2015, p. 3.

**115.** Choi, S.J. & Gulati, G. M. & Posner, E.A., "Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts: A Greek Case Study with Implications for the European Crisis Resolution Mechanism". *University of Chicago Law & Economics Online Working Paper*, No. 541, 2011, p. 14.

**116.** Buchheit, L.C., "The Role of the Official Sector in Sovereign Debt Workouts", *Chicago Journal of International Law*, Vol. 6, No.1, 2005, p. 343.

خصوصی، موضوع دارای صبغه حقوق خصوصی است اما ماهیت دولتی بدهکار، به موضوع، ماهیتی عمومی یا در بهترین حالت، میان‌رشته‌ای می‌بخشد. بدین خاطر است که گفته می‌شود اختلافات ناشی از نکول بدهی‌های دولت‌ها دارای ماهیت مختلط و چندوجهی بوده و با موضوعات خاص حقوق بین‌الملل عمومی، ارتباطی ناگسستگی دارد و در نتیجه حل‌وفصل چنین اختلافاتی صرفاً بر مبنای قواعد قراردادهای ناشدنی است.<sup>۱۱۷</sup>

## ۶-۲. رویکرد هنجاری

در نقطه مقابل رویکرد قراردادی، رویکرد هنجاری قرار دارد که مبتنی بر پذیرش نقص و خلأ در نظم مالی بین‌المللی و رهیافت اصلاح تدریجی آن است. بر اساس این رویکرد، گرچه از دهه ۹۰ میلادی، بازارهای مالی به مفهوم دقیق اقتصادی و فنی آن بین‌المللی شده‌اند، بنیان حقوقی بازارهای مالی همچنان ملی و داخلی بوده<sup>۱۱۸</sup> و قراردادهای خصوصی و اصول موسوم به آزادی قراردادی و حاکمیت اراده، حاکم بر روابط فعالان بازارهای سرمایه بین‌المللی هستند. این امر در جهانی که منبع اصلی تأمین منابع مالی مورد نیاز دولت‌ها، انتشار اوراق بدهی در بازارهای سرمایه بین‌المللی است منشأ بروز اختلافات و ناهنجاری‌های گسترده‌ای در نظام حقوق بین‌الملل مالی شده است که نمونه برجسته آن، بحران بدهی‌های بین‌المللی دولت‌هاست.

گرچه امروزه سردمدار طرح چنین رویکردی به اصلاح ساختار بدهی‌های ناشی از نکول اوراق دولتی، مجمع عمومی ملل متحد است، بدون تردید، سنگ بنای این رویکرد، تدوین و ارائه سند موسوم به «سازوکار اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها»<sup>۱۱۹</sup> توسط صندوق بین‌المللی پول در ۲۰۰۲ و در واکنش به بحران بدهی آرژانتین بود.

طرح پیشنهادی صندوق بین‌المللی پول دربرگیرنده چهار هدف کلیدی بود:

- پیشگیری از ایجاد اختلال در فرایند اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها توسط بستانکاران؛
- ارائه تضمین به بستانکاران در خصوص رفتار مسئولانه دولت بدهکار طی دوره اجرای فرایند؛
- ارائه تضامین و کمک‌های مالی به شرکت‌ها و مؤسسات مالی جهت همکاری و اعطای وام و تسهیلات اعتباری به دولت بدهکار؛
- ملتزم کردن بستانکاران اقلیت به مفاد توافق اصلاح بدهی‌های دولت میان دولت بدهکار و

117. Waibel. M., "Bank Insolvency and State Insolvency", in Lastra. R. (ed.), *Cross-Border Bank Insolvency*, Oxford University Press, 2011, p. 79.

118. باقری و قنبری؛ همان، ص ۳۲.

119. SDRM

اکثریت بستانکاران.<sup>۱۲۰</sup>

با این حال، مخالفت دولت امریکا با این طرح با ادعای عدم ضرورت و عدم امکان تحقق آن<sup>۱۲۱</sup> و نیز انتقادات وارده به این سند، به‌ویژه توسط سازمان‌های مردم‌نهاد<sup>۱۲۲</sup> سبب شد ابتکار صندوق بین‌المللی پول نتواند به هدف مدنظر آن نائل آید.

مبنای اصلی انتقادات وارده به طرح صندوق آن بود که اولاً طرح پیشنهادی صندوق، مبنای حقوقی چنین چارچوب حقوقی بین‌المللی را مشخص نمی‌کند. ثانیاً اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها لزوماً باید در چارچوب مرجع صالح مستقل و بی‌طرف اجرا شود، در حالی که طرح پیشنهادی صندوق در صورت اجرا تابع صندوق و توسط مرجعی متشکل از افراد منتصب صندوق اداره می‌شد؛ امری که با توجه به ذی‌نفع‌بودن صندوق در جریان بدهی‌های دولت‌ها سبب خدشه‌دار شدن اصول بی‌طرفی و استقلال مرجع مزبور می‌شد. ثالثاً اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها باید با لحاظ تبعات محتمل آن بر توسعه و حق‌های بشری اتباع دولت‌ها و اولویت‌بخشیدن چنین حق‌هایی بر بازپرداخت بدهی‌ها صورت پذیرد؛ امری که تحقق آن با توجه به ماهیت صندوق و سابقه آن در جانبداری از بستانکاران و نادیده‌گرفتن حق‌های بشری در جریان برقراری سازش میان طرفین بحران‌های بدهی دولت‌ها، بسیار غیرمحتمل است.

پس از ناکامی صندوق بین‌المللی پول در پیشبرد رویکرد تدوین و طراحی چارچوبی قانونی جهت اصلاح ساختار بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها، مجمع عمومی ملل متحد در ۲۰۱۴ و پس از سال‌ها مذاقه و بررسی موضوع، قطعنامه ۶۸/۳۰۴ را صادر کرد.<sup>۱۲۳</sup> مجمع در این قطعنامه، دولت‌ها را به بازاندیشی و بازنگری در رویکرد موجود به اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها فراخوانده و به‌طور ویژه، تمامی بازیگران جامعه بین‌المللی را به «تبیین چارچوب حقوقی چندجانبه‌ای جهت اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها به‌عنوان اولویت اساسی و از رهگذر انجام مذاکرات بین‌الدولی و با هدف تعمیق و بهبود مطلوبیت، ثبات و پیش‌بینی‌پذیری نظم بین‌الملل مالی و دستیابی به رشد اقتصادی عادلانه، فراگیر و مستمر و توسعه پایدار ترغیب کرد».<sup>۱۲۴</sup> مجمع تأکید کرد که مدلول انطباق با توسعه پایدار آن است که اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها باید طی فرایند مؤثر و زمان‌مند انجام شده، ضمن تعدیل بدهی‌های دولت، حقوق بستانکاران را حفظ کرده، سبب ارتقای

120. Krueger, A.O., *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Address before the National Economists 'Club Annual Members' Dinner, Washington DC, 2001.

121. J. Kämmerer, "State Bankruptcy", in R. Wolfrum (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, Oxford University Press, Marginal notes 17-19.

122. Civil Society Organizations (CSOs)

123. UN GA Resolution 68/304, *Towards the Establishment of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/68/304, 17 September, 2014.

124. *Ibid.*, p. 4.

رشد اقتصادی فراگیر و توسعه پایدار شده، هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی را کاهش داده و ثبات سیستم مالی بین‌المللی و رعایت حقوق بشر را تضمین کند. مجمع عمومی در گام بعدی و جهت تسهیل مذاکرات بین‌الدولی در این باره، به‌موجب قطعنامه ۱۲۵۶۹/۲۴۷ و با هدف هم‌اندیشی دولت‌ها در راستای طراحی چارچوب حقوقی چندجانبه در این زمینه، کمیته ویژه‌ای تأسیس کرد. پس از آنکه تلاش‌های دولت‌های اروپایی جهت هم‌راستاکردن سازمان ملل متحد و کمیته ویژه به شکست انجامید، اتحادیه و دولت‌های عضو آن تصمیم گرفتند به مشارکت در این گفتگوها خاتمه دهند. چنین واکنش‌هایی در نهایت منجر به تلطیف متن پیش‌نویس قطعنامه ۶۹/۳۱۹ توسط دولت‌های عضو گروه ۷۷ جهت جلب حمایت‌های گسترده‌تر اعضای جامعه بین‌المللی شد.<sup>۱۲۶</sup> قطعنامه مزبور که در ۲۰۱۵ به تصویب مجمع عمومی رسید، دربرگیرنده ۹ اصل اساسی حاکم بر فرایندهای اصلاح ساختار بدهی‌های دولت‌ها بود که عبارت‌اند از: حق دولت بر اصلاح ساختار بدهی‌ها، حسن‌نیت، شفافیت، رفتار عادلانه، مصونیت دولت، مشروعیت، اصل ثبات و پایداری بدهی<sup>۱۲۷</sup> و اصل نظر اکثریت.

فارغ از ماهیت و اثر حقوقی این قطعنامه و اصول مندرج در آن که مستلزم پژوهشی جامع‌تر است، بی‌تردید تصویب این قطعنامه و به‌ویژه تأکید بر حق دولت بر اصلاح ساختار بدهی‌های آن و تعهد بستانکاران به مذاکره با دولت همراه با حسن‌نیت، گامی مثبت در جهت آغاز فرایند تبیین و تدوین قواعد و اصول حقوق بین‌الملل حاکم بر بدهی‌های دولت‌ها و نیز پرکردن خلأ ناشی از فقدان قواعد ناظر بر ورشکستگی دولت‌هاست.

### نتیجه

برای نخستین بار در چارچوب جامعه ملل بود که کمیته‌ای جهت مطالعه و بررسی قراردادهای اعطای وام‌های بین‌المللی تشکیل شد و در گزارش نهایی خود در ۱۹۳۹ بیان داشت که حل کامل مسائل حقوقی مربوط به بدهی‌های دولت‌ها تنها زمانی محقق می‌شود که کنوانسیون بین‌المللی منعقد شده، به‌موجب کنوانسیون مزبور دیوانی ویژه با صلاحیت خاص رسیدگی به اختلافات ناشی از بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها تأسیس شود و بدین ترتیب این موضوع به‌طور کامل از سیطره حقوق داخلی خارج شود.<sup>۱۲۸</sup>

**125.** UNGA resolution 69/247, *Modalities for the intergovernmental negotiations and the adoption of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes*, A/RES/69/247, 29 December 2014.

**126.** UN General Assembly Resolution 69/319, *Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/69/319, 10 September, 2015.

**127.** Debt Sustainability

**128.** Report of the League of Nations Committee for the Study of International Loan Contracts, League Doc. C. 145, M. 93. 1939 II A., II Economic and Financial. 1939. II A. 10, p. 27.

امروزه پس از گذشت حدود ۸۰ سال، این موضوع نه‌تنها همچنان لاینحل مانده، بلکه با توجه به تحولات نظام مالی بین‌المللی و نیز تحدید دکتترین مصونیت دولت‌ها، تبدیل به یکی از مهم‌ترین معضله‌های جامعه بین‌المللی شده است. در واقع، چنان‌که در گزارش ۲۰۰۱/ان کروگر تصریح شده، ریشه بحران‌های مالی پی‌درپی در سطح جهان، در ساختار نظم نوین مالی بین‌المللی نهفته است که خصیصه بارز آن، گسیختگی، عدم تمرکز و عدم هماهنگی میان استانداردها و واضعان آن‌هاست. موج نکول بدهی‌های دولت‌ها طی دهه اخیر، بیانگر شکست این نظم و رویکرد قراردادی و مبتنی بر ایده بازار آزاد بوده و حتی می‌توان گفت چنین رویکردی خود منتهی به تشدید اختلافات و مناقشات پیرامون بدهی‌های بین‌المللی دولت‌ها به‌عنوان مهم‌ترین تهدید علیه ثبات مالی بین‌المللی نیز شده است.

در نتیجه امروزه نقش نظام حقوق بین‌الملل در موضوع بدهی‌های بین‌المللی دولتی، یکی از مباحث مهم در چارچوب جامعه حقوقی بین‌المللی شده است. در واقع با توجه به گستردگی تعداد و پراکندگی جغرافیایی دارندگان اوراق بدهی منتشره توسط دولت‌ها و به‌ویژه با توجه به امکان داد و ستد ثانویه اوراق که زمینه را برای خرید این اوراق توسط صندوق‌های پوشش ریسک و طرح دعوا علیه دولت‌ها در محاکم نیویورک و لندن فراهم کرده و از سویی با توجه به آنکه بحران‌های نکول بدهی‌های دولت‌ها به دلیل درهم‌تنیدگی اقتصادی دولت‌ها، به‌سرعت به تمامی بازارهای مالی سرایت می‌کنند، مستقیماً بر سطح رفاه شهروندان دولت بدهکار اثرگذارند و نظم و ثبات مالی و صلح و امنیت را در سطوح داخلی، منطقه‌ای و بین‌المللی با تهدید مواجه کرده‌اند، دیگر نمی‌توان گفت با توجه به آنکه بدهی‌های دولت ناشی از قراردادهای خصوصی با بانک‌های تجاری اعطاکننده وام و منابع مالی است، موضوع از شمول نظام حقوق بین‌الملل خارج بوده و حل‌وفصل اختلاف باید نزد دادگاه‌های داخلی صورت گیرد که به‌موجب قراردادهای منعقد شده میان دولت بدهکار و بانک‌های بستانکار، صلاحیت رسیدگی دارند.

در نظم مالی بین‌المللی کنونی دیگر نمی‌توان قائل به خصوصی‌بودن ماهیت حقوق حاکم بر تأمین مالی بین‌المللی دولت‌ها از رهگذر انتشار اوراق بدهی بین‌المللی بود. چنان‌که در رأی ایکسید در قضیه *پستووا بانک و ایسترو کاپیتال*<sup>۱۲۹</sup> تصریح شده، «بدهی دولت‌ها با توجه به آنکه ابزار تحقق راهبردهای مالی و اقتصادی دولت‌هاست و نیز با توجه به اثرات آن در سطوح ملی و بین‌المللی، یکی از ابزارهای مهم مدیریت سیاست‌های اجتماعی و اقتصادی کشورهاست و لذا نمی‌توان آن را همانند بدهی‌های خصوصی قلمداد کرد».

بدین ترتیب، بحران بدهی‌های بین‌المللی دولتی اخیر با برملاکردن ناکارآمدی نظم مالی

129. *Poštová banka, a.s. and Istrocapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No ARB/ 13/8. Award April 9 2015.

بین‌المللی کنونی و خلاً موجود در نظام حقوق بین‌الملل در حوزه بازارهای مالی بین‌المللی، ضرورت بازنگری در حقوق حاکم بر بازارهای مالی و بررسی نظم مالی بین‌المللی کنونی را به منظور بازسازی و رفع معایب آن یا در صورت امکان، ایجاد نظم مالی بین‌المللی جدیدی که دارای ساختاری نهادین و منسجم باشد و بتواند از وقوع بحران‌های مالی جهانی پیشگیری کند هویدا کرده است.



منابع:

الف. فارسی

– کتاب

- سلطانی، محمد؛ حقوق بازار سرمایه، سمت و مرکز تحقیق و توسعه علوم انسانی دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۹۵.

– مقاله

- استیگلیتز، جوزف؛ «درس‌هایی از بحران آرژانتین»، ترجمه: رضا حریری، مجله اقتصادی، شماره ۸، خرداد ۱۳۸۱.
- باقری، محمود و حمید قنبری؛ «مشکلات حقوقی ناشی از بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی»، فصلنامه پژوهش حقوق، سال دوازدهم، شماره ۲۹، تابستان ۱۳۸۹.
- قنبری جهرمی، محمدجعفر؛ «تعریف و منابع حقوق بین‌الملل اقتصادی»، مجله تحقیقات حقوقی، شماره ۲۵ و ۲۶، ۱۳۷۸.

ب. انگلیسی

- Books

- Brownlie, I., *Principles of Public International Law*, Sixth edition. New York: Oxford University Press, 2016.
- Buckley, R. P., *The International Financial System: Policy & Regulation*, Kluwer Law International, London, 2008.
- Krueger, A.O., *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Address before the National Economists' Club Annual Members' Dinner, Washington DC, 2001.
- Megliani, M., *Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation*. New York, Springer, 2015.
- Shaw, M. N., *International Law*. 5<sup>th</sup> Edition. Cambridge University Press, 2003.
- Waibel. M., *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

- Articles

- Buchheit, L.C. & G. Mitu Gulati, "Responsible Sovereign Lending and Borrowing", *Law and Contemporary Problems*, Vol. 73, 2010.
- Buchheit, L.C., "The Role of the Official Sector in Sovereign Debt Workouts", *Chicago Journal of International Law*, Vol. 6: No.1, 2005.

- Buckley, R.P, “Lessons from the Globalisation of the emerging Debt Markets”. *Journal of International Banking Law*, Vol. 15, 2000.
- Carrasco, E.R. & Thomas, R., “Encouraging Relational Investment and Controlling Portfolio Investment in Developing Countries in the Aftermath of the Mexican Financial Crisis”, *Columbia Journal of Transnational Law*: Vol. 34, 1996.
- Choi, S. J. & Gulati, G. M. & Posner, E. A., “Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts: A Greek Case Study with Implications for the European Crisis Resolution Mechanism”. *University of Chicago Law & Economics Online Working Paper*, No. 541, 2011.
- Fisch, J. E. & Gentile, C. M, “Vultures or Vanguard? The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring”, *Emory Law Journal*, Vol. 53. 2004.
- Galvis, S. & Saad, A., “Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead”, *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 35, 2013.
- Guzman, M. and J. E. Stiglitz, “Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring That Works”, in Martin Guzman, José A. Ocampo, and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, New York: Columbia, 2016.
- Guzman, M. and Stiglitz, J. “How Hedge Funds Held Argentina for Ransom”, *New York Times*, 2016.
- Kamenis S. D., “Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece”, *Crisis Observatory Research Paper*, No. 13, 2014.
- Kämmerer. J., “State Bankruptcy”, in R. Wolfrum (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, Oxford University Press.
- Kletzer, K., “Sovereign Bond Restructuring; Collective Action Clauses and Official Crisis Intervention”, *IMF Working Papers 03/134*, International Monetary Fund, 2003.
- Kletzer, K., “Resolving Sovereign Debt Crises with Collective Action Clauses”, *FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco*, No. 2004-06, February 20, 2004.
- Lastra, R. M., “Responsible Financing: The Role of Soft Law in Promoting Sustainable Lending and Borrowing Practice”, *UNCTAD*, 2017.
- Naim, M., “Mexico’s Larger Story?” *Foreign Policy*, Vol. 99, 1995.
- Rieffel, L., *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Brookings Institution Press, 2003.
- Schumacher, J., Trebisch, C. & Enderlein, H., “What Explains Sovereign Debt Litigation?” *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, 2015.
- Waibel, M., “Opening Pandora’s Box: Sovereign Bonds in International Arbitration”, *American Journal of International Law*, Vol. 101(4), 2007.

- Waibel. M., “Bank Insolvency and State Insolvency”, in Lastra. R. (ed.), *Cross-Border Bank Insolvency*, Oxford University Press, 2011.
- Weidemaier, M.C. & Gelper, A., “Injunctions in Sovereign Debt Litigation”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 31, 2014.

**- Instruments**

- A/71/276, External Debt Sustainability and Development, Report of the Secretary-General, 2 August, 2016.
- Council of the European Union, *EU common position on the UN draft resolution A/69/L.84 on 'Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes*, Brussels, 7 September 2015.
- Foreign Sovereign Immunities Act of 1976, codified in relevant part at 28 U.S.C. §§ 1602et seq. (2000).
- Report of the League of Nations Committee for the Study of International Loan Contracts, League Doc. C. 145, M. 93. 1939 II A., II Economic and Financial. 1939. II A. 10.
- UN General Assembly *Resolution 68/304, Towards The Establishment of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/68/304, 17 September 2014.
- UN General Assembly *Resolution 69/319, Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/69/319, 10 September 2015.
- UN General Assembly, *Report of the Secretary-General on External debt sustainability and development*. 2 August 2016. A/71/276.
- UN Human Rights Council, *Report of the Independent Expert on the Effects of Foreign Debt and Other Related International Financial Obligations of States On the Full Enjoyment of All Human Rights, Particularly Economic, Social and Cultural Rights, Addendum: Missions to Norway and Ecuador*, 21 April 2010, A/HRC/14/21/Add.1.
- UN General Assembly *resolution 69/247, Modalities for The Intergovernmental Negotiations and The Adoption of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes*, A/RES/69/247, 29 December 2014.

**- Case Law**

- *BVerfG*, Order of the Second Senate of 08 May 2007 - 2 BvM 1/03.
- Case C-226/13, *Fahnenbrock v. Greece*, EUR-Lex 62013CJ0226 June 11, 2015.
- *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/8, Award, May 12, 2005.
- *Enron Corporation and Ponderosa Assets, LP v Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, 22 May 2007.
- *Enron Corporation and Ponderosa Assets, LP v Argentine Republic*.

---

ICSID Case No. ARB/01/3, Decision on the Application for Annulment, 30 July 2010.

- *GMO Trust v. The Republic of Ecuador*, No. 1:14-cv-09844 (S.D.N.Y. March 23, 2015).
- I.C.J. Press Release No.2014/25, Aug. 7, 2014.
- *LG&E Energy Corp. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision on Liability, October 3, 2006.
- *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG), 2012 WL 5895784 (S.D.N.Y. Nov. 21, 2012).
- *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8, Award April 9, 2015.
- *Republic of Argentina. v. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607 (1992).
- *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. v Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/17, Decision on Liability, 30 July 2010.
- *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A. v Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/19, Decision on Liability, 30 July 2010.