



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΜΕΘΟΔΟΙ - ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ
ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

του

ΔΗΜΟΣΘΕΝΗ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Αθανάσιος Νούλας

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος στη Στρατηγική Διοικητική Λογιστική και
Χρηματοοικονομική Διοίκηση
(Χρηματοοικονομική Κατεύθυνση)

Σεπτέμβριος 2012

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι	
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ	
ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ.....	8
2.1 Ορισμός της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους.....	8
2.2 Διαφορές μεταξύ της Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους και της Πτώχευσης.....	9
2.3 Πιστωτικά Γεγονότα (Credit Events).....	10
2.4 Εργαλεία αναδιάρθρωσης του χρέους.....	12
2.5 «Κούρεμα» (Haircut).....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΦΑΡΜΟΣΤΕΙ ΕΩΣ ΣΗΜΕΡΑ.....	15
3.1 Η διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους.....	15
3.2 Το Paris Club και Αναδιάρθρωση του Διμερούς Δημοσίου Χρέους.....	18
3.3 Το London Club και η Αναδιάρθρωση του Δημοσίου Τραπεζικού Δημοσίου Χρέους	24
3.4 Η ανταλλαγή κρατικών ομολόγων.....	30

3.5 Μονομερής αναδιάρθρωση του χρέους	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV	
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	40
4.1 Η «Δια της Σύμβασης» Προσέγγιση (Voluntary and contractual approach)	40
4.2 Η «Εκ του Νόμου» Προσέγγιση (The statutory approach)	49
4.3 Κώδικας Καλής Συμπεριφοράς (Code of Good Conduct)	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V	
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	64
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	66

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το πρόβλημα της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους αποτελεί ένα από τα κεντρικά ζητήματα που διαχρονικά έχουν απασχολήσει τους επιστήμονες. Η κρίση χρέους των περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης που έχει ξεσπάσει τα τελευταία έτη, έχει αναζωπυρώσει την συζήτηση για τη δημιουργία του κατάλληλου πλαισίου για την αντιμετώπιση αυτού του φαινομένου. Επιπλέον, αυτή η κρίση έδειξε ότι το πρόβλημα της εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους δεν αποτελεί σύμπτωμα μόνο των φτωχών και αναπτυσσόμενων χωρών.

Στα πλαίσια αυτής της εργασίας γίνεται μια προσπάθεια για μια όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένη παρουσίαση των μεθόδων αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Πιο συγκεκριμένα, το πρώτο κεφάλαιο αυτής της εργασίας περιλαμβάνει την εισαγωγή όπου αναφέρονται οι λόγοι που οδήγησαν στην επιλογή του θέματος, επισημαίνεται η σημαντικότητα του θέματος και περιγράφεται ο τρόπος ανάπτυξης της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο, περιγράφονται κάποιες βασικές έννοιες οι οποίες είναι απαραίτητες για την καλύτερη κατανόηση του θέματος. Πιο συγκεκριμένα, σε αυτό το κεφάλαιο δίνεται ο ορισμός της αναδιάρθρωσης του χρέους, επισημαίνεται η διαφορά της αναδιάρθρωσης από την στάση πληρωμών και η σχέση της με τα πιστωτικά γεγονότα. Επίσης, περιγράφονται και τα βασικά εργαλεία αναδιάρθρωσης του χρέους και γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στο ζήτημα του κουρέματος του χρέους. Στο τρίτο κεφάλαιο, αναπτύσσονται οι μέθοδοι και οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης που έχουν χρησιμοποιηθεί έως σήμερα. Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους στα πλαίσια του Paris Club, του London Club, του Προγράμματος Ανταλλαγής Ομολόγων και της Μονομερούς Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους. Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναλύονται οι νέες προτεινόμενες μέθοδοι αναδιάρθρωσης του χρέους. Πιο συγκεκριμένα αναλύονται οι εξής μέθοδοι: 1) η «Δια της Σύμβασης» προσέγγιση, 2) η «Εκ του Νόμου» προσέγγιση και 3) η προσέγγιση του «Κώδικα Καλής Συμπεριφοράς». Στο πέμπτο και τελευταίο μέρος, αναφέρονται περιληπτικά τα συμπεράσματα αυτής της εργασίας.

Λέξεις Κλειδιά: Αναδιάρθρωση Χρέους, Ανταλλαγή Ομολόγων, CACs, SDRM.

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

Δ.Ν.Τ.: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Ε.Κ.Τ.: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Π.Τ.: Παγκόσμια Τράπεζα

BAC: Bank Advisory Committee

CAC: Collective Action Clauses

CDS: Credit Default Swaps

EFSS: European Financial Stability Facility

PSI: Private Sector Involvement

SDRM: Sovereign Debt Restructuring Mechanism

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με αφορμή τις οικονομικές εξελίξεις των τελευταίων πέντε ετών, το ζήτημα της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους έχει αποκτήσει τεράστια σημασία και απασχολεί σε πολύ μεγάλο βαθμό όχι μόνο τις κυβερνήσεις και τους δανειστές αλλά και τους διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς όπως είναι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.), η Παγκόσμια Τράπεζα (Π.Τ.) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.).

Αν και στη διεθνή βιβλιογραφία δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος ορισμός, η Αναδιάρθρωση του Δημοσίου Χρέους μπορεί να οριστεί ως η ανταλλαγή των ήδη υπαρχόντων χρηματοοικονομικών εργαλείων του δημοσίου χρέους, όπως είναι τα δάνεια ή/και τα ομόλογα του δημοσίου, με νέα δάνεια ή/και ομόλογα ή με μετρητά μέσω μιας ακολουθούμενης νομικής διαδικασίας. Ο όρος δημόσιο χρέος αναφέρεται στο χρέος το οποίο ανήκει ή έχει την εγγύηση της κυβέρνησης ενός κράτους.

Η πρόσφατη κρίση χρέους που περνάνε οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιρλανδία έδειξε πως, το πρόβλημα του δημοσίου χρέους και της αναδιάρθρωσής του, δεν είναι ζητήματα που αφορούν μόνο τις αναπτυσσόμενες χώρες όπως πιστευόταν μέχρι το διάστημα πριν το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντίθετα, το πρόβλημα της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους σε αυτές τις αναπτυγμένες χώρες, δείχνει να είναι ακόμα πιο σοβαρό και συνεπώς και πιο δύσκολο να επιλυθεί. Από τη μία πλευρά, είναι τα οικονομικά μεγέθη, τα οποία είναι δυσανάλογα μεγάλα σε σχέση με αυτά που είχαν αντιμετωπιστεί έως τώρα, και από την άλλη, το ζήτημα της πολυπλοκότητας αυτών των οικονομιών και της λειτουργίας τους μέσα στα πλαίσια της Ενιαίας Νομισματικής Ένωσης. Επιπλέον, η δομή των αγορών έχει αλλάξει σε σχέση με το παρελθόν. Στις μέρες μας οι δανειστές του δημοσίου δεν είναι μόνο τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα. Αντίθετα, μπορεί να είναι συνταξιοδοτικά ταμεία, κερδοσκοπικοί οργανισμοί ή ακόμα και πολλοί μεμονωμένοι μικροεπενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση που μια χώρα αντιμετωπίζει πρόβλημα εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους της, είναι πολύ δύσκολη η επίτευξη κάποιας συμφωνίας

αναδιάρθρωσής του καθώς, από τη μία υπάρχει το πρόβλημα συντονισμού των πιστωτών και από την άλλη τα συγκρουόμενα συμφέροντα που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ των τόσο πολλών και διαφορετικών επενδυτών.

Έτσι, η ευρωπαϊκή κρίση χρέους έχει κάνει ακόμα πιο εντατικές τις προσπάθειες για την εύρεση της καταλληλότερης μεθόδου αναδιάρθρωσης. Μια τέτοια μέθοδος πρέπει να διακατέχεται από ορισμένα χαρακτηριστικά όπως: α) να ολοκληρώνεται σε ένα σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, β) να μην προκαλέσει πιστωτικό γεγονός, γ) να διαμορφώσει το δημόσιο χρέος σε βιώσιμα επίπεδα και δ) να είναι όσο το δυνατό πιο δίκαιη ως προς όλες τις πλευρές.

Μέχρι τώρα τα εργαλεία που έχουν χρησιμοποιηθεί για τις αναδιρθρώσεις του δημοσίου χρέους ποικίλουν ανάλογα με το είδος του πιστωτή. Έτσι, όταν το δημόσιο χρέος αποτελείται από δάνεια των εμπορικών τραπεζών, το εργαλείο αναδιάρθρωσης που χρησιμοποιείται είναι το ονομαζόμενο «London Club». Αντίθετα, όταν οι πιστωτές του δημοσίου είναι κάτοχοι ομολόγων, το εργαλείο αναδιάρθρωσης είναι οι «Προτάσεις Ανταλλαγής» των παλαιών ομολόγων με νέους τίτλους. Όταν το δημόσιο χρέος αφορά διμερείς συμφωνίες μεταξύ κρατών, τότε το εργαλείο αναδιάρθρωσης είναι το «Paris Club». Τέλος, όταν οι πιστωτές είναι διεθνείς οργανισμοί (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Παγκόσμια Τράπεζα), τότε η αναδιάρθρωση γίνεται κατά προτίμηση και κάθε περίπτωση εξετάζεται ξεχωριστά. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, μέχρι πριν το ξέσπασμα της κρίσης, η επικρατούσα άποψη ήταν πως μόνο το χρέος των φτωχότερων χωρών έπρεπε να αναδιρθρωθεί.

Ο σκοπός αυτής της εργασίας είναι να περιγράψει τις υπάρχουσες μεθόδους αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους και να παρουσιάσει κριτικά τις κυριότερες νέες προτάσεις για τη βελτίωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσής του. Σε ακαδημαϊκό επίπεδο, δύο είναι οι κύριες προτάσεις για την αναδιάρθρωση του χρέους. Η πρώτη είναι η μέθοδος της «Ελεύθερης Αγοράς» ή η «Εθελοντική και Βάσει Σύμβασης Διευθέτηση» (Voluntary and Contractual Arrangements) η οποία βασίζεται στις προτάσεις ανταλλαγής ομολόγων, την υιοθέτηση των Ρητρών Συλλογικής Δράσης στις δανειακές συμβάσεις και άλλους παρόμοιους μηχανισμούς. Η δεύτερη, είναι η μέθοδος της «Εκ του Νόμου Διευθέτησης» (Statutory Approach). Η τελευταία έχει προταθεί από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.) και υποστηρίζει τη δημιουργία ενός νομοθετικού πλαισίου το οποίο θα αναγνωρίζεται διεθνώς και θα έχει την μορφή ενός Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους. Μια τρίτη, λιγότερο γνωστή πρόταση,

είναι αυτή της δημιουργίας ενός «Κώδικά Καλής Συμπεριφοράς» για τους πιστωτές και τους δανειολήπτες και έχει προταθεί από τους παράγοντες των αγορών με κύριο εκφραστή τον πρώην διοικητή της Ε.Κ.Τ. τον J.C.Trichet.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αυτής της εργασίας αναπτύσσονται κάποιες βασικές έννοιες που αφορούν τη διαδικασία αναδιάρθρωσης όπως: ο ορισμός της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, οι διαφορές του από την πτώχευση, η σχέση μεταξύ αναδιάρθρωσης χρέους και των πιστωτικών γεγονότων και γίνεται αναφορά στα βασικά εργαλεία αναδιάρθρωσης. Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται οι μέθοδοι και οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους ανάλογα με τον τύπο του πιστωτή. Πιο συγκεκριμένα, περιγράφεται η διαδικασία αναδιάρθρωσης του διμερούς δημοσίου χρέους (Paris Club), του τραπεζικού δημοσίου χρέους (London Club) και του χρέους που έχει δημιουργηθεί από την έκδοση ομολόγων. Επιπλέον, σε αυτό το μέρος γίνεται και μια σύντομη περιγραφή της μονομερούς αναδιάρθρωσης και γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στην περίπτωση του απεχθούς χρέους. Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναπτύσσονται οι βασικές μέθοδοι αναδιάρθρωσης που έχουν προταθεί για την μελλοντική βελτίωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Στο πέμπτο και τελευταίο μέρος περιγράφονται περιληπτικά τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

2.1 Ορισμός της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους

Αν και στη διεθνή βιβλιογραφία δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος ορισμός, η Αναδιάρθρωση του Δημοσίου Χρέους μπορεί να οριστεί ως η ανταλλαγή των ήδη υπαρχόντων χρηματοοικονομικών εργαλείων που απαρτίζουν το δημόσιο χρέος, όπως είναι τα δάνεια ή/και τα ομόλογα του δημοσίου, με νέα δάνεια ή/και ομόλογα ή με μετρητά μέσω μιας ακολουθούμενης νομικής διαδικασίας. Ο όρος δημόσιο χρέος αναφέρεται στο χρέος το οποίο ανήκει ή έχει την εγγύηση της κυβέρνησης ενός κράτους¹.

Δύο είναι τα βασικά στοιχεία που διακρίνονται σε μια διαδικασία αναδιάρθρωσης χρέους:

- 1) *Ο αναπρογραμματισμός του χρέους*, που είναι η επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής του παλαιού χρέους, η οποία συνήθως, συνοδεύεται και με μείωση του επιτοκίου δανεισμού.
- 2) *Απομείωση του χρέους*, η οποία ορίζεται ως η απομείωση της ονομαστικής αξίας των τίτλων του παλαιού χρέους.

Σύμφωνα με τους Das, Papaioannou και Trebesch (2012) από το 1950 και ύστερα, 57 αναδιαρθρώσεις μεταξύ κυβερνήσεων και ιδιωτών πιστωτών περιελάμβαναν απομείωση της ονομαστικής αξίας των τίτλων, ενώ 129 αναδιαρθρώσεις περιελάμβαναν κάποιο είδος επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής του χρέους.

¹ Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch C., (2012), “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data and Stylized Facts”, IMF Working Paper 12/203.

2.2 Διαφορές μεταξύ της Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους και της Πτώχευσης

Είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι η αναδιάρθρωση του χρέους (Debt Restructuring) είναι μια διαφορετική έννοια από την πτώχευση (Credit Default) μιας χώρας. Η πτώχευση είναι η αδυναμία μιας κυβέρνησης να αποπληρώσει μια δόση στην ώρα της και μπορεί να είναι είτε μερική (όταν μόνο συγκεκριμένα κομμάτια του χρέους δεν εξυπηρετούνται), είτε ολική (όταν δεν εξυπηρετείται το σύνολο του δημοσίου χρέους). Αυτή η διαδικασία είναι γνωστή και ως Στάση Πληρωμών (Debt Payment Standstill ή Moratorium).

Η αναδιάρθρωση του χρέους μπορεί να συμβεί πριν ή μετά την πτώχευση μιας χώρας. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αναδιρθρώσεις λαμβάνουν χώρα μετά την πτώχευση (post-default restructurings), δηλαδή, όταν η κυβέρνηση καθυστερεί την αποπληρωμή του συνόλου ή μέρους του χρέους της προς τους δανειστές, προκαλώντας έτσι ένα πιστωτικό γεγονός (credit event). Για την ακρίβεια, στην πλειοψηφία αυτών των περιπτώσεων, είναι ακριβώς αυτά τα πιστωτικά γεγονότα που πυροδοτούν την έναρξη της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του χρέους. Αυτό συμβαίνει διότι, μια πτώχευση σημαίνει αδυναμία αποπληρωμής του χρέους και όπως είναι κατανοητό, σε αυτές τις καταστάσεις, οι πιστωτές δεν θα ήταν καθόλου πρόθυμοι να δανείσουν μια τέτοια οικονομία (αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα οι δανειστές είτε να μην της δάνειζαν καθόλου, είτε να της δάνειζαν αλλά με εξαιρετικά υψηλά επιτόκια). Επομένως, κάτω από αυτές τις συνθήκες, μια χώρα θα αντιμετώπιζε αδυναμίες να βρει πόρους αναχρηματοδότησης του χρέους της και επομένως θα έπρεπε να προχωρήσει στην αναδιάρθρωσή του.

Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια έχουν παρατηρηθεί και αναδιρθρώσεις χρέους που έχουν συμβεί πριν την πτώχευση (preemptive debt restructuring). Οι συγκεκριμένες περιπτώσεις μπορεί να οριστούν ως ανταλλαγές παλαιών δανείων και ομολόγων με νέα, σε ένα χρονικό διάστημα πριν η κυβέρνηση μιας χώρας έρθει σε θέση αδυναμίας αποπληρωμής κάποιας δόσης. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί και η πρόσφατη περίπτωση αναδιάρθρωσης του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους, όπου η Ελλάδα προχώρησε σε συμφωνία με τους δανειστές της για αναδιάρθρωση του χρέους της, χωρίς να κάνει κάποια αθέτηση πληρωμών όσον αφορά το παλιό της χρέος.

2.3 Πιστωτικά Γεγονότα (Credit Events)

Η έννοια του πιστωτικού γεγονότος έχει αποκτήσει μεγάλη σημασία τα τελευταία χρόνια. Η πρόκληση ενός πιστωτικού γεγονότος είναι στενά συνδεδεμένη έννοια με την ενεργοποίηση των CDS (Credit Default Swaps). Σύμφωνα με την ISDA (International Swaps and Derivatives Association) και το κείμενο “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”, η ενεργοποίηση των CDS μπορεί να προέλθει ως αποτέλεσμα των παρακάτω γεγονότων:

1) Της αδυναμίας μιας κυβέρνησης να αποπληρώσει το κουπόνι ή την αξία στη λήξη ενός ομολόγου ή δανείου.

2) Της αποκήρυξης του χρέους (debt repudiation) εκ μέρους του επίσημου (δημοσίου) τομέα. Αυτή η αποκήρυξη μπορεί να έχει τη μορφή της ανακοίνωσης στάσης πληρωμών ή προθέσεως για κάτι τέτοιο από κάποιο εξουσιοδοτημένο πρόσωπο του επίσημου τομέα

3) Μιας δυσάρεστης αναδιάρθρωσης χρέους (distressed debt restructuring), δηλαδή μιας αναδιάρθρωσης η οποία αλλάζει τους όρους των συμβάσεων του δανειακού χρέους εις βάρος των επενδυτών. Αυτό μπορεί να προκληθεί από την επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής, τη μείωση της ονομαστικής αξίας ή του επιτοκίου δανεισμού των ομολόγων και δανείων ή μια αλλαγή στο συνάλλαγμα με το οποίο θα αποπληρωθεί το μέρος του χρέους που εκκρεμεί².

Όπως είναι φανερό, από τα (1) και (2) προκύπτει ότι η πτώχευση (credit default) μιας χώρας αποτελεί πιστωτικό γεγονός. Οι ακριβείς όροι οι οποίοι προσδιορίζουν την πτώχευση περιγράφονται στις συμβάσεις που έχουν υπογραφεί μεταξύ του δανειολήπτη (δημοσίου) και του δανειστή (διάφοροι πιστωτές). Υπάρχουν δυο είδη πτώχευσης. Το πρώτο περιγράφεται και ως «Αδυναμία Εξυπηρέτησης του Χρέους» και συμβαίνει όταν ο δανειολήπτης δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει τους τόκους ή την απόδοση στη λήξη κάποιου χρηματοοικονομικού τίτλου που έχει εκδώσει εντός κάποιου εύλογου χρονικού διαστήματος. Το δεύτερο είδος πτώχευσης αναφέρεται στη «Τεχνική Πτώχευση» και λαμβάνει χώρα όταν ο δανειολήπτης (που στην περίπτωση του δημοσίου χρέους είναι η κυβέρνηση) παραβιάζει κάποιον από τους όρους της δανειακής σύμβασης.

² Wright M.L.J., (2011) και Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch C. (2012).

Στην περίπτωση αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους (περίπτωση 3) η ISDA προσδιορίζει ότι: ένα πιστωτικό γεγονός μπορεί να προκληθεί ως αποτέλεσμα της επιβάρυνσης της πιστοληπτικής ικανότητας ή της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας χώρας αν συμβεί ένα από τα παρακάτω γεγονότα:

- 1) Άμεσες τροποποιήσεις του μελλοντικού τρόπου αποπληρωμής του χρέους
 - Μείωση του επιτοκίου δανεισμού ή μείωση της πληρωτέας ονομαστικής αξίας του χρέους (η περίπτωση του «κουρέματος» του δημοσίου χρέους)
 - Αναβολή της πληρωμής των τόκων ή της αξίας στη λήξη κάποιου τίτλου

- 2) Έμμεσες τροποποιήσεις του μελλοντικού τρόπου αποπληρωμής του χρέους
 - Αλλαγή του συναλλάγματος αποπληρωμής του χρέους σε ένα νέο νόμισμα το οποίο δεν χρησιμοποιείται για συναλλαγές σε κάποια χώρα του ΟΟΣΑ ή σε μια από τις επτά πιο αναπτυγμένες χώρες του κόσμου (G7)
 - Άλλες αλλαγές σε νομικό επίπεδο ή στους όρους των νέων συμβάσεων, που καθιστούν τους παλαιούς τίτλους (δάνεια και ομόλογα) μη ελκυστικούς για τους επενδυτές³

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί πως όλες οι αναδιρθρώσεις χρέους δεν προκαλούν και ένα πιστωτικό γεγονός. Σύμφωνα με την ISDA, οι εθελοντικές ανταλλαγές ομολόγων που δεν έχουν εξαναγκαστικό χαρακτήρα ή οι ανταλλαγές που πραγματοποιούνται υπό κανονικές συνθήκες (όχι σε περιόδους οικονομικής κρίσης) μπορεί να μην θεωρηθούν πιστωτικά γεγονότα. Πιο συγκεκριμένα μια αναδιάρθρωση χρέους αποτελεί πιστωτικό γεγονός όταν:

α) συμβαίνει ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης της πιστοληπτικής ικανότητας ή της χρηματοοικονομικής κατάστασης του δημοσίου τομέα μιας ανεξάρτητης χώρας.

β) είναι δεσμευτική για όλους τους κατόχους μιας συγκεκριμένης κατηγορίας χρηματοοικονομικών τίτλων που έχουν την εγγύηση της κυβέρνησης αυτής της χώρας.

³ Βλ. ISDA, (2012), “Greek Sovereign CDS Credit Event Frequently Asked Questions (FAQ)” και ISDA, (2003), “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”.

Σύμφωνα με τους Rubini και Nowakowski (2011), μια εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους η οποία δεν βασίζεται ούτε σε αλλαγές του εσωτερικού δικαίου από το οποίο διακατέχεται, ούτε κάνει χρήση των Ρητρών Συλλογικής Δράσης (CACs) (ώστε να εξαναγκάζει να πάρουν μέρος στη διαδικασία ανταλλαγής τίτλων τους πιστωτές που δεν το επιθυμούν) μπορεί να μην ενεργοποιήσει τα CDS. Ωστόσο, όπως γίνεται κατανοητό, το εάν μια αναδιάρθρωση θα αποτελέσει ή όχι πιστωτικό γεγονός αποτελεί ένα ανοιχτό ζήτημα με πολλές γκρίζες ζώνες το οποίο οι αρμόδιες αρχές οφείλουν να ξεκαθαρίσουν στο μέλλον.

2.4 Εργαλεία αναδιάρθρωσης του χρέους

Τα κύρια εργαλεία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους είναι:

1) *Ο αναπρογραμματισμός της αποπληρωμής του χρέους (debt rescheduling)*, το οποίο μπορεί να οριστεί ως η επιμήκυνση της ληκτότητας των παλαιών ομολόγων και δανείων. Ο αναπρογραμματισμός του δημοσίου χρέους μεταθέτει την πληρωμή των δόσεων στο μέλλον λειτουργώντας έτσι “ανακουφιστικά” για την οικονομία μιας χώρας τη χρονική περίοδο που αυτή αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες και αδυνατεί να εξυπηρετήσει το χρέος της κάτω από τους υπάρχοντες όρους.

2) *Η μείωση των επιτοκίων δανεισμού (interest rate reduction)*, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσού των δόσεων κάποιου δανείου. Συνήθως, αυτό το μέτρο εφαρμόζεται σε συνδυασμό με την επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων.

3) *Η απομείωση του χρέους (debt reduction)*, η οποία μπορεί να οριστεί ως η μείωση της ονομαστικής αξίας των παλαιών ομολόγων και δανείων.

4) *Η αποπληρωμή του χρέους (debt paybacks)*, σύμφωνα με αυτό τον τρόπο τα παλαιά ομόλογα επαναγοράζονται από το κράτος έναντι μετρητών αλλά σε τιμή μικρότερη της ονομαστικής τους αξίας.

Βεβαίως, όλα τα παραπάνω εργαλεία μπορεί να χρησιμοποιηθούν και συνδυαστικά το ένα με το άλλο. Η χρήση αυτών των εργαλείων έχει ως τελικό στόχο την μείωση της αξίας του υποχρεώσεων του δημοσίου προς τους πιστωτές που εμπλέκονται σε μια διαδικασία

αναδιάρθρωσης χρέους του. Αυτό σημαίνει ότι, αυτή η κατηγορία πιστωτών θα υποστεί κάποιες απώλειες στο χαρτοφυλάκιό της. Η πιο συνηθισμένη φόρμουλα για να υπολογιστούν οι απώλειες των πιστωτών ή το κούρεμα (haircut), είναι ο υπολογισμός αυτών των απωλειών σε όρους παρούσας αξίας.

2.5 «Κούρεμα» (Haircut)

Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις για τον υπολογισμό του «Κουρέματος» σε όρους παρούσας αξίας. Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση (που χρησιμοποιείται ευρέως από τις χρηματοοικονομικές αγορές), γίνεται σύγκριση ανάμεσα στην παρούσα αξία των νέων χρηματοοικονομικών τίτλων που εκδίδονται από μια κυβέρνηση για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους της (συν τις πιθανές αποπληρωμές σε μετρητά), και της ονομαστικής αξίας των παλαιών τίτλων η αποπληρωμή των οποίων εκκρεμεί ακόμα (συμπεριλαμβανομένων και παλαιότερων οφειλών αλλά όχι και τα οφειλόμενα χρηματικά ποσά που αφορούν ποινές).

Πιο συγκεκριμένα, εάν μια χώρα i εξέρχεται από μια πτώχευση την χρονική στιγμή t και το επιτόκιο δανεισμού της οποίας είναι r , τότε το μέγεθος του κουρέματος θα υπολογίζεται ως εξής:

$$H_{1t}^i = 1 - \frac{\text{Παρούσα Αξία του ΝΧου ΧρΧους } (r_t^i)}{\text{ΟνομαστικΨ Αξία του Παλαιού ΧρΧους}}$$

Η δεύτερη προσέγγιση συγκρίνει την παρούσα αξία του νέου χρέους με την παρούσα αξία του παλαιού χρέους και υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$H_{2t}^i = 1 - \frac{\text{Παρούσα Αξία του ΝΧου ΧρΧους } (r_t^i)}{\text{Παρούσα Αξία του Παλαιού ΧρΧους } (r_t^i)}$$

Στην περίπτωση αυτή το παλαιό χρέος αποτιμάται σε όρους παρούσας αξίας και προεξοφλείται με το ίδιο συντελεστή όπως και το καινούριο χρέος. Η δεύτερη εξίσωση

συγκρίνει την αξία των νέων και παλαιών χρηματοοικονομικών τίτλων σε ένα υποθετικό σενάριο που το δημόσιο συνεχίζει να εξυπηρετεί τα παλαιά ομόλογα που δεν έχουν ανταλλαγή με νέα. Δηλαδή, υπολογίζει το «Κούρεμα» των πιστωτών που συμμετέχουν στη διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων.

Στην πραγματικότητα, ο υπολογισμός του κουρέματος απαιτεί τον υπολογισμό του ποσού της πληρωτέας αξίας του κεφαλαίου και των τόκων του κάθε μήνα στο μέλλον. Στη συνέχεια, αυτά τα ποσά προεξοφλούνται ώστε να υπολογιστεί η παρούσα αξία τους. Αυτό είναι ενδεικτικό της μεγάλης σημασίας που έχει η επιλογή του συντελεστή προεξόφλησης r .

Για την σωστή επιλογή του ποσοστού του κουρέματος υπάρχουν κάποια πολύ σημαντικά στοιχεία τα οποία πρέπει να ληφθούν υπόψη:

- 1) Το μέγεθος του κουρέματος πρέπει να είναι τέτοιο ώστε να εξασφαλίσει την βιωσιμότητα του χρέους στο μέλλον. Αυτό σημαίνει ότι μια ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους θα ήταν απαραίτητη ώστε να καθοριστεί ποιο θα πρέπει να είναι το ποσό του κουρέματος που απαιτείται ώστε το χρέος να ξαναγίνει βιώσιμο.
- 2) Το μέγεθος του κουρέματος θα επηρεάσει σημαντικά τους ισολογισμούς των πιστωτών. Έτσι όταν σήμερα μιλάμε για κούρεμα του χρέους των χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης της τάξεως του 50%, θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι, μια τέτοια αναδιάρθρωση μπορεί να συνεπάγεται μεγάλες απώλειες στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είναι εκτεθειμένα σε αυτό και να προκαλέσει κάποια συστημική αστάθεια στο τραπεζικό κλάδο και κατ' επέκταση στο σύνολο της οικονομίας.
- 3) Ένα μεγάλο κούρεμα του χρέους, από τη μία έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του χρέους στο παρόν αλλά αυτό μπορεί να προκαλέσει την αντίδραση των αγορών στο μέλλον. Αυτή η αντίδραση μπορεί να είναι είτε για λόγους εκδίκησης, είτε για λόγους κλονισμού της εμπιστοσύνης των αγορών σε σχέση με την ικανότητα και τη θέληση της συγκεκριμένης χώρας να εξυπηρετήσει το χρέος της. Το αποτέλεσμα αυτής της αντίδρασης θα απεικονίζεται στην αύξηση των επιτοκίων δανεισμού ή της απροθυμίας των επενδυτών να αγοράσουν τίτλους του δημοσίου της χώρας αυτής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΦΑΡΜΟΣΤΕΙ ΕΩΣ ΣΗΜΕΡΑ

Σε αυτό το μέρος παρουσιάζεται συνοπτικά η διαδικασία που ακολουθείται κατά τη διάρκεια αναδιάρθρωσης του χρέους. Μια αναδιάρθρωση συνήθως πυροδοτείται από μια πτώχευση ή από μια ανακοίνωση αναθεώρησης του δημοσίου χρέους από τον επίσημο τομέα. Μετά την ανακοίνωση αυτή, η κυβέρνηση αρχίζει τις διαπραγματεύσεις με τους πιστωτές της, είτε σε διμερές επίπεδο, είτε με την διαμεσολάβηση τρίτων, οι οποίοι μπορεί να είναι σύμβουλοι της κυβέρνησης ή διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα. Ο στόχος αυτών των διαπραγματεύσεων είναι η επίτευξη κάποιας συμφωνίας ανταλλαγής χρέους η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα την οικονομική «ελάφρυνση» του δημοσίου και θα δώσει κάποια διέξοδο στην κατάσταση που έχει διαμορφωθεί. Συχνά, σε αυτές τις διαπραγματεύσεις, το κράτος που χρειάζεται βοήθεια παρουσιάζει τα οικονομικά του στοιχεία. Τα στοιχεία αυτά από τη μία χρησιμοποιούνται για να δικαιολογήσει το κράτος την ανάγκη για αναδιάρθρωση του χρέους του, και από την άλλη αποτελούν τη βάση πάνω στην οποία θα σχεδιαστεί το νέο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης και μεταρρυθμίσεων που πρέπει να πραγματοποιηθούν ώστε τα οικονομικά μεγέθη του συγκεκριμένου κράτους να ξαναγίνουν βιώσιμα. Η χρονική διάρκεια αυτών των διαπραγματεύσεων δεν μπορεί να προβλεφτεί από την αρχή των συζητήσεων και μπορεί να διαρκέσει από λίγους μήνες έως και χρόνια. Συνήθως, αυτές οι διαπραγματεύσεις συνοδεύονται από ένα πρόγραμμα οικονομικής αναπροσαρμογής και την αξιολόγηση ανά τακτά χρονικά διαστήματα της χρηματοοικονομικής κατάστασης της συγκεκριμένης χώρας.

3.1 Η διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους

Από τα πρώτα βήματα που πρέπει να κάνει μια χώρα που χρειάζεται αναδιάρθρωση του χρέους της είναι να προσδιορίσει και να υπολογίσει με ακρίβεια τις συνολικές της υποχρεώσεις. Αυτό

σημαίνει ότι πρέπει να γίνουν κατανοητά όλα τα δεδομένα (ποσοτικά και ποιοτικά) που χαρακτηρίζουν τα ομόλογα, τα δάνεια και τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς τίτλους που διαμορφώνουν το σύνολο του δημοσίου χρέους. Με άλλα λόγια πρέπει να ληφθούν υπόψη εκτός των οικονομικών, και τα νομικά χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών τίτλων που προαναφέρθηκαν.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του δημοσίου χρέους που πρέπει να διερευνηθούν και να επιβεβαιωθούν είναι:

- 1) Η ονομαστική και η αγοραία αξία των ομολογιών και δανείων
- 2) Οι ημερομηνίες αποπληρωμής του και το ποσό των δόσεων
- 3) Τα επιτόκια (το ύψος των επιτοκίων και το είδος τους δηλ. εάν είναι σταθερά ή κυμαινόμενα επιτόκια) και τα κουπόνια
- 4) Το συνάλλαγμα στο οποίο θα γίνει η αποπληρωμή (εγχώριο ή ξένο συνάλλαγμα)
- 5) Τις εγγυήσεις που μπορεί να έχουν δοθεί
- 6) Νομικά ρήτρα (CACs, exit consents κλπ)⁴

Η επιβεβαίωση των παραπάνω χαρακτηριστικών θα αποτελέσει τη βάση για το επόμενο βήμα που είναι η λεπτομερής ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Στην ανάλυση βιωσιμότητας θα πρέπει να συμπεριληφθούν στοιχεία και προτάσεις που θα περιγράφουν: 1) το πώς θα εξασφαλιστεί η συνέχιση της χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων του δημοσίου, 2) τα διαρθρωτικά μακροοικονομικά μέτρα και το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων που πρέπει να γίνουν και 3) το βαθμό της απομείωσης που χρειάζεται ώστε να εξασφαλιστεί η μελλοντική βιωσιμότητα του χρέους.

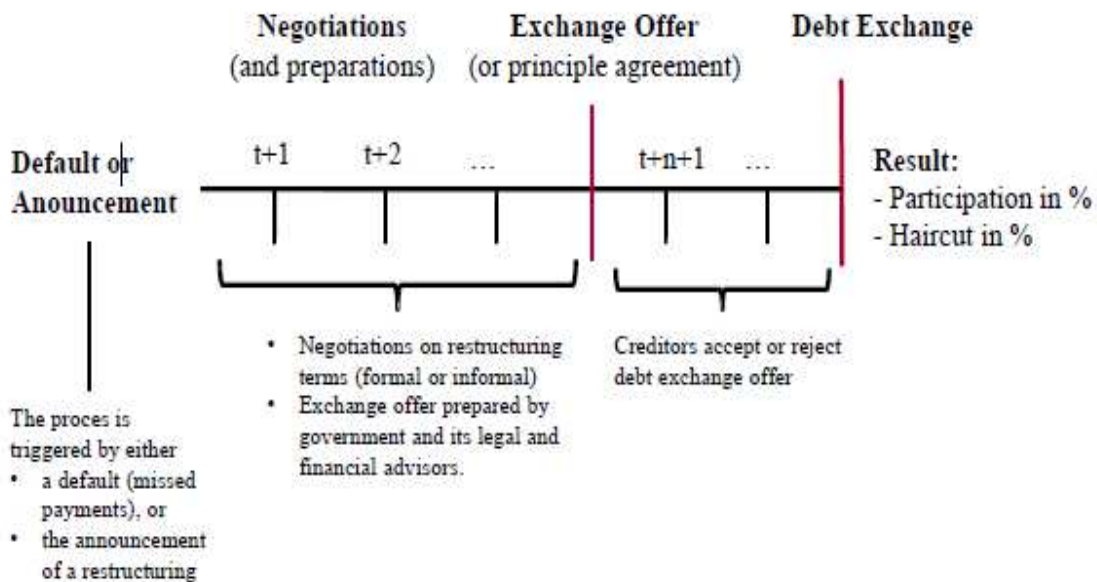
Πάνω σε αυτά τα στοιχεία θα σχεδιαστεί η τελική πρόταση αναδιάρθρωσης εκ μέρους της κυβέρνησης της χώρας που αντιμετωπίζει δυσκολίες αναχρηματοδότησης του χρέους. Στη συνέχεια, αυτή η πρόταση παρουσιάζεται στους πιστωτές οι οποίοι θα πρέπει να αποφασίσουν εάν θα δεχτούν ή θα απορρίψουν την συγκεκριμένη πρόταση. Για να θεωρηθεί επιτυχημένη μια

⁴ Das U.S., Papaioannou M.G. and Trebesch C., (2012), σελ.12, αναφερόμενοι στο μη-δημοσιευμένο άρθρο των Lim, Mederios & Xiao (2005), "Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructurings".

πρόταση αναδιάρθρωσης χρέους, θα πρέπει να γίνει αποδεκτή από ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό των δανειστών που συμμετέχουν σε αυτήν.

Παρακάτω παρουσιάζεται χρονολογικά η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους που περιγράφηκε προηγουμένως.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Διαδικασία Αναδιάρθρωσης του Χρέους- Χρονολογική Παρουσίαση



Πηγή: Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch C., (2012), "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data and Stylized Facts", IMF Working Paper 12/203.

Συνήθως, η διαδικασία της αναδιάρθρωσης σηματοδοτεί το τέλος της κρίσης χρέους καθώς, γίνεται η ανταλλαγή των παλαιών ομολόγων και δανείων με νέους τίτλους και υπό νέους όρους οι οποίοι εξασφαλίζουν την βιωσιμότητα του χρέους. Ωστόσο, υπάρχουν και περιπτώσεις όπου και μετά τη σύναψη μιας συμφωνίας αναδιάρθρωσης, μια οικονομία αδυνατεί και πάλι να εξυπηρετήσει το χρέος της και υποχρεούται να προχωρήσει σε νέες διαπραγματεύσεις και το σχεδιασμό νέου προγράμματος αναδιάρθρωσης χρέους με διαφοροποιημένους όρους (ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί και το πρώτο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του χρέους του ελληνικού

δημοσίου της 21 Ιουλίου του 2011, το οποίο προέβλεπε επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής και ένα «κούρεμα» της τάξεως του 21% με την εθελοντική συμμετοχή των ιδιωτών επενδυτών. Όμως, οι οικονομικές εξελίξεις που ακολούθησαν έκαναν φανερό ότι η εξυπηρέτηση του χρέους υπό τους όρους αυτού του προγράμματος ήταν ανέφικτη. Αυτό είχε ως συνέπεια την έναρξη διαπραγματεύσεων για το σχεδιασμό ενός νέου προγράμματος αναδιάρθρωσης και την επίτευξη μιας νέας συμφωνίας στις 26-27 Οκτωβρίου, η οποία προέβλεπε «κούρεμα» άνω του 50% της αξίας των τίτλων του ελληνικού δημοσίου που βρίσκονταν στη κατοχή των ιδιωτών επενδυτών).

Μέχρι πρόσφατα η διαδικασία που ακολουθούνταν για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους διέφερε από περίπτωση σε περίπτωση. Το βασικότερο κριτήριο που καθόριζε το θεσμικό πλαίσιο μέσω του οποίου θα γινόταν η αναδιάρθρωση ήταν το είδος του πιστωτή.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται περιληπτικά οι μηχανισμοί αναδιάρθρωσης που έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 : Μηχανισμοί Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους

Πιστωτής	Εμπορικές Τράπεζες	Κάτοχοι Ομολόγων	Άλλες Κυβερνήσεις (διμερές χρέος)
Μηχανισμός Αναδιάρθρωσης	London Club (Creditor Committees)	Προτάσεις Ανταλλαγής (Exchange Offers)	Paris Club

3.2 Το Paris Club και Αναδιάρθρωση του Διμερούς Δημοσίου Χρέους

Τι είναι το Paris Club;

Το Paris Club είναι ένας άτυπος φορέας στο οποίο συμμετέχουν οι αντιπρόσωποι των κρατών που αποτελούν τους μεγαλύτερους δανειστές διεθνώς. Ο φορέας αυτός ξεκίνησε τις εργασίες του το 1956 και έχει ως σκοπό την εύρεση συντονισμένων και βιώσιμων λύσεων όσον αφορά την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι οι διεργασίες αυτού του φορέα αφορούν μόνο τις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης διμερούς δημοσίου χρέους δηλαδή, του χρέους που είναι αποτέλεσμα δανειακών συμβάσεων μεταξύ της κυβέρνησης μιας ανεξάρτητης χώρας και κυβερνήσεων άλλων χωρών. Στην ουσία το Paris Club αποτελεί μια άτυπη ομάδα πιστωτών και έναν ad hoc φορέα διαπραγματεύσεων.

Βασικές Αρχές

Η δράση του Paris Club βασίζεται σε πέντε βασικές αρχές:

- 1) Ανά περίπτωση αντιμετώπιση του χρέους. Το Paris Club παίρνει τις αποφάσεις του εξετάζοντας ξεχωριστά κάθε περίπτωση έτσι ώστε να προσαρμόσει τη δράση του ανάλογα με τις ανάγκες της κάθε χώρας.
- 2) Συναινέση. Οι αποφάσεις του Paris Club δεν μπορεί να ληφθούν χωρίς τη συνεννόηση και τη σύνεση μεταξύ των χωρών-πιστωτών που τον αποτελούν.
- 3) Περιορισμοί. Το Paris Club μπαίνει σε διαπραγματεύσεις αναδιάρθρωσης χρέους με μια χώρα που αντιμετωπίζει προβλήματα μόνο όταν:
 - a. Η χώρα χρειάζεται πραγματικά αναδιάρθρωση του χρέους της. Κάθε χώρα πρέπει να παρουσιάσει λεπτομερώς και με ακρίβεια την οικονομική και χρηματοοικονομική της κατάσταση.
 - b. Η χώρα αυτή υλοποιεί ή έχει σχεδιάσει μεταρρυθμίσεις ώστε να επανακάμψει οικονομικά.
 - c. Έχει κάνει προσπάθειες μεταρρυθμίσεων υλοποιώντας κάποιο πρόγραμμα του Δ.Ν.Τ.

Αυτό σημαίνει ότι η συγκεκριμένη χώρα πρέπει να διαθέτει ήδη κάποιο πρόγραμμα το οποίο έχει την στήριξη του Δ.Ν.Τ. Το μέγεθος της βοήθειας προς αυτή την χώρα θα βασίζεται στις εκτιμήσεις που έχουν γίνει στο πρόγραμμα οικονομικής ανασυγκρότησης που έχει σχεδιαστεί από το Δ.Ν.Τ.

- 4) Αλληλεγγύη. Όλα τα μέλη του Paris Club συμφωνούν ότι πρέπει να λειτουργήσουν ως ομάδα στις συνομιλίες τους με την χώρα-δανειολήπτη. Επιπλέον, είναι πολύ προσεκτικοί στις μεμονωμένες απαιτήσεις τους έτσι ώστε αυτές να μην λειτουργήσουν εις βάρος των υπολοίπων μελών του φορέα.
- 5) Ρήτρα Συγκρισιμότητας στην Μεταχείριση. Μια χώρα-δανειολήπτης που συνάπτει μια συμφωνία με τους πιστωτές-μέλη του Paris Club δεν πρέπει να δεχτεί από άλλους πιστωτές όρους οι οποίοι είναι δυσμενέστεροι για αυτήν σε σχέση με τους όρους που προβλέπονται στη συμφωνία της με τα μέλη του Paris Club.

Το σκεπτικό της συγκρισιμότητας στην μεταχείριση απαιτείται για τους εξής λόγους:

- 1) Υποχρεώνει την χώρα-δανειολήπτη να αναζητά και από του υπολοίπους πιστωτές της δάνεια με παρόμοιους όρους. Με αυτό τον τρόπο οι χώρες-μέλη του Paris Club εξασφαλίζουν ότι οι πολίτες των χωρών τους (από τους οποίους αντλούν τους πόρους χρηματοδότησης των προβληματικών οικονομιών μέσω της φορολογίας) θα έχουν δίκαιη μεταχείριση σε σχέση με τους υπολοίπους δανειστές. Επιπλέον, αυτό εξασφαλίζει ότι η συγκεκριμένη χώρα δεν θα παρεκτραπεί από την υλοποίηση των αρχικών της στόχων για οικονομική εξυγίανση.
- 2) Ωστόσο, τα μέλη του Paris Club δεν αναμένουν οι όροι των συμφωνιών της χώρας-δανειολήπτη με τρίτους να είναι ακριβώς ίδιοι με αυτούς που προβλέπονται στη σύμβαση ανάμεσα στο φορέα και την εν λόγω χώρα. Αλλά, δεδομένου των ιδιαιτεροτήτων του κάθε πιστωτή απαιτούν ισόνομη μεταχείριση. Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη για να εξεταστεί εάν υπάρχει αυτή η δίκαιη μεταχείριση ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες του κάθε πιστωτή είναι:
 - a. Οι αλλαγές στην ονομαστική αξία του χρέους
 - b. Η τιμή της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους
 - c. Η διάρκεια της εξυπηρέτησης του χρέους

Στην ουσία μέσω των ρητρών αυτών τα μέλη του Paris Club έχουν τη δυνατότητα να ελέγξουν και να εγκρίνουν κάθε συμφωνία της χώρας-δανειολήπτη με όλους τους υπολοίπους πιστωτές της.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό του Paris Club είναι η ασυμμετρία του. Οι αρχές της αλληλεγγύης εφαρμόζονται ανάμεσα στους δανειστές αλλά όχι μεταξύ των δανειοληπτών. Για αυτό το λόγο το Paris Club χαρακτηρίζεται σαν ένα καρτέλ των πιστωτών κρατών-μελών από τους επικριτές του.

Κανόνες Λειτουργίας

Παρακάτω παρουσιάζονται οι βασικοί κανόνες λειτουργίας του Paris Club:

Οι συμφωνίες αναδιάρθρωσης που επιτυγχάνονται στα πλαίσια του Paris Club αφορούν:

- 1) Μόνο το δημόσιο χρέος καθώς, η συμφωνία υπογράφεται από τα μέλη του Paris Club που είναι εκπρόσωποι των κρατών τους και της κυβέρνησης της χώρας που δεν μπορεί να εκπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις και χρειάζεται βοήθεια. Δημόσιο χρέος θεωρείται και το χρέος που ανήκει σε ιδιώτες αλλά έχει την εγγύηση του δημοσίου.
- 2) Μόνο το μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος. Αντίθετα, οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι του δημοσίου χρέους (διάρκειας μικρότερης του έτους) δεν αποτελούν αντικείμενο συζητήσεων καθώς θεωρείται πως μια αναδιάρθρωση του βραχυπρόθεσμου χρέους υπονομεύει την ικανότητα της χώρας να συμμετάσχει στις διεθνείς αγορές.

Διαδικασία Αναδιάρθρωσης

Η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους στα πλαίσια του Paris Club μπορεί να περιγραφεί ως εξής:

- 1) Αρχικά η χώρα που αντιμετωπίζει αδυναμίες εξυπηρέτησης του χρέους της προσεγγίζει τη γραμματεία του Paris Club και αναδεικνύει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει και την ανάγκη για αναδιάρθρωση του χρέους της βάσει κάποιας οικονομικής και χρηματοοικονομικής κατάστασης.
- 2) Επιπλέον, οι χώρες που χρειάζονται οικονομική βοήθεια είναι αναγκασμένες να έλθουν σε συμφωνία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για ένα πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και εξυγίανσης της οικονομίας τους.

3) Αφότου μια χώρα ικανοποιήσει τα δύο προηγούμενα κριτήρια, αρχίζει τις διαπραγματεύσεις με τους πιστωτές της (τα μέλη του Paris Club) με στόχο την επίτευξη μιας συμφωνίας που αφορά τους γενικούς όρους της αναδιάρθρωσης. Αυτή η τελική συμφωνία (Agreed Minute) δεν είναι δεσμευτική από νομικής άποψης αλλά περιγράφει τις ελάχιστες συνθήκες που απαιτούνται για την επίτευξη μιας διμερούς συμφωνίας. Ο μη δεσμευτικός χαρακτήρας της συμφωνίας εξυπηρετεί τα μέλη του Paris Club διότι επιτρέπει σε κάθε πιστωτή να αποφασίζει για τις τεχνικές λεπτομέρειες του προγράμματος αναδιάρθρωσης και μηδενίζει τον κίνδυνο να ληφθούν μέτρα νομικού χαρακτήρα από τους δανειολήπτες προς τους πιστωτές. Επιπλέον, η επίτευξη μιας τέτοιας συμφωνίας δεν απαιτεί την έγκριση από τα κοινοβούλια των χωρών που εμπλέκονται στη συμφωνία.

Στην πραγματικότητα, η σύνταξη της συμφωνίας είναι ευθύνη των πιστωτών. Ουσιαστικά, στην χώρα-δανειολήπτη, σε ένα πρώτο στάδιο, της παρουσιάζεται ένα έτοιμο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης στο οποίο δεν είναι δυνατό να γίνουν αλλαγές όσον αφορά τη δομή και πνεύμα του. Οι διαπραγματεύσεις μπορεί να αφορούν τους τελικούς όρους της συμφωνίας αλλά όχι τη δομή, τα ρήτρα ή την ερμηνεία της. Πιο συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων η χώρα-δανειολήπτης δεν συζητά απευθείας με του πιστωτές της. Αρχικά, οι πιστωτές συζητούν μεταξύ τους, τους όρους της συμφωνίας και συντάσσουν την αρχική τους πρόταση. Η πρόταση αυτή πρέπει να είναι αποτέλεσμα σύνεσης μεταξύ των χωρών μελών του Paris Club. Στη συνέχεια, ο πρόεδρος του παρουσιάζει την πρόταση στους εκπροσώπους των δανειοληπτών και συζητά μαζί τους τις πιθανές διορθώσεις και αλλαγές. Η επικοινωνία μεταξύ των δανειοληπτών και δανειστών γίνεται μόνο μέσω του προέδρου του Paris Club και όχι απευθείας.

Ο δεσμευτικός χαρακτήρας της συμφωνίας είναι πιο πολύ ηθικής και όχι νομικής φύσεως. Αυτή η συμφωνία θεωρείται και «συμφωνία κυρίων» καθώς βασίζεται στην εντιμότητα και την καλή πίστη εκ μέρους των εμπλεκόμενων πλευρών. Ενδεικτικό αυτού του πνεύματος είναι τα «ρήτρα καλής πίστεως» που συμπεριλαμβάνονται στη συμφωνία και αφήνουν ανοιχτό το ενδεχόμενο για περαιτέρω μελλοντική ελάφρυνση του χρέους σε περίπτωση που ο δανειολήπτης εκπληρώσει τις αρχικές του υποχρεώσεις. Ένα άλλο στοιχείο ένδειξης καλής πίστεως, αποτελούν και τα «ρήτρα συγκρισιμότητας» που αναφέρθηκαν πιο πάνω. Αυτά τα ρήτρα δείχνουν την πίστη των δανειστών προς τους δανειολήπτες, επιτρέποντας τους να

διαπραγματευτούν και με τρίτους πιστωτές (που δεν είναι μέλη του Paris Club) την αναδιαπραγμάτευση του χρέους (αρκεί αυτοί οι τελευταίοι να μην αποκτήσουν δικαιώματα προτεραιότητας σε σχέση με τους πιστωτές του Paris Club).

Τα τελευταία χρόνια ο ρόλος του Paris Club έχει συρρικνωθεί σημαντικά καθώς τα κράτη-μέλη του δεν αποτελούν πλέον τους κυρίους πιστωτές της παγκόσμιας οικονομίας. Ωστόσο, ο φορέας αυτός συνεχίζει να παίζει έναν πολύ σημαντικό ρόλο όσον αφορά την χρηματοδότηση χωρών χαμηλού εισοδηματικού επιπέδου, καθώς αυτές οι χώρες συνεχίζουν να μην έχουν επαρκή πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

Το Παράδειγμα του Ιράκ

Στις 21 Νοεμβρίου του 2004 οι πιστωτές-μέλη του Paris Club συμφώνησαν με την κυβέρνηση του Ιράκ την ελάφρυνση του εξωτερικού δημοσίου χρέους της χώρας. Αυτή η συμφωνία προέβλεπε τη μείωση του δημοσίου χρέους κατά 80% σε τρεις φάσεις.

Στις πρώτες δύο φάσεις, οι οποίες μπήκαν σε ισχύ στις 12 Νοεμβρίου του 2004 και στις 23 Δεκεμβρίου του 2005, προβλεπόταν μείωση του εξωτερικού δημοσίου χρέους του Ιράκ κατά 60%.

Πέρα από αυτό αποφασίστηκε και η υποχρέωση της κυβέρνησης του Ιράκ να αναλάβει την υλοποίηση ενός τριετούς οικονομικού προγράμματος αναπροσαρμογής που είχε και την έγκριση του Δ.Ν.Τ. Επιπλέον, είχε συμφωνηθεί πως το υπόλοιπο 20% της μείωσης του χρέους θα γινόταν μόνο σε περίπτωση που η κυβέρνηση του Ιράκ εφάρμοζε αποτελεσματικά το πρόγραμμα και είχε πετύχει τους προβλεπόμενους στόχους του έως το τέλος του 2008.

Η αποδοχή της διαγραφής αυτού του 20% του χρέους, από τα μέλη του Paris Club προήλθε μόνο μετά την έγκριση που πήραν από το Δ.Ν.Τ. στις 17 Δεκεμβρίου του 2008. Αυτή η έγκριση ήταν αποτέλεσμα της θετικής αξιολόγησης που έκανε το Ταμείο που έκρινε πως η κυβέρνηση του Ιράκ είχε κάνει όλες τις απαιτούμενες ενέργειες για την εφαρμογή του προγράμματος. Επιπλέον, τα μέλη του Paris Club έκριναν ότι η κυβέρνηση του Ιράκ είχε καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για την εφαρμογή της αρχής της συγκρισιμότητας.

Ως αποτέλεσμα όλων αυτών των εξελίξεων, τα μέλη του Paris Club αποφάσισαν να υλοποιήσουν τον όρο της συμφωνίας του Νοεμβρίου του 2004. Μετά την υλοποίηση αυτής της συμφωνίας, το δημόσιο χρέος του Ιράκ προς τα κράτη-μέλη του Paris Club έπεσε στα 7.8 δισεκατομμύρια δολάρια των Ηνωμένων Πολιτειών (\$) ⁵.

3.3 Το London Club και η Αναδιάρθρωση του Δημοσίου Τραπεζικού Δημοσίου Χρέους

Τι είναι το London Club;

Το London Club είναι ένας άτυπος φορέας στον οποίο συμμετέχουν οι αντιπρόσωποι των εμπορικών τραπεζών που αποτελούν τους μεγαλύτερους δανειστές της κυβέρνησης μιας χώρας που αντιμετωπίζει προβλήματα εξυπηρέτησης του δημοσιονομικού της χρέους. Το βασικό στοιχείο του London Club είναι η Συμβουλευτική Επιτροπή Τραπεζών (Bank Advisory Committee- BAC) η οποία αποτελείται από μια ομάδα εκπροσώπων 5-20 αντιπροσωπευτικών τραπεζών που διαπραγματεύονται εκ μέρους όλων των τραπεζών που επηρεάζονται από τη διαδικασία αναδιάρθρωσης. Τα μέλη του BAC είναι συνήθως υψηλόβαθμα στελέχη των τραπεζών που έχουν την μεγαλύτερη έκθεση στο χρέος που είναι προς αναδιάρθρωση. Το βασικό αντικείμενο του BAC είναι να ξεπεραστούν τα προβλήματα συντονισμού μεταξύ του μεγάλου αριθμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που εμπλέκονται στη διαδικασία αναδιαπραγμάτευσης. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι οι διεργασίες αυτού του φορέα αφορούν μόνο εκείνες τις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους που είναι αποτέλεσμα δανειακών συμβάσεων μεταξύ της κυβέρνησης μιας ανεξάρτητης χώρας και των εμπορικών τραπεζών.

Βασικές Αρχές

Σε γενικές γραμμές η εύρεση κάποιων βασικών αρχών μεταξύ των τραπεζών όσον αφορά το ζήτημα της αναδιάρθρωσης του χρέους είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί. Ο Rieffel (2003)

⁵ Βλ. Paris Club,(2009),”Annual Report 2008”.

βασιζόμενος στα εμπειρικά στοιχεία των αναδιρθρώσεων δημοσίου χρέους μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των κυβερνήσεων εντοπίζει τις παρακάτω βασικές αρχές που διέπουν αυτού του είδους αναδιρθρώσεις:

- 1) *Ανά περίπτωση αναδιάρθρωση (Case-by-Case Restructuring)*. Η ανά περίπτωση αντιμετώπιση ήταν και παραμένει το σημείο εκκίνησης όλων των πιστωτών όσον αφορά το ζήτημα της αναδιαπραγμάτευσης του δημοσίου χρέους με τους δανειολήπτες (κυβερνήσεις κρατών). Ακόμα και οι υποστηρικτές της καθιέρωσης ενός καθεστώτος εθνικής χρεοκοπίας θεωρούν ότι πάντα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι ιδιαιτερότητες που μπορεί να παρουσιάσει κάθε περίπτωση.
- 2) *Εθελοντική αναδιάρθρωση (Voluntary Restructuring)*. Ο εθελοντικός χαρακτήρας της διαδικασίας έχει την έννοια ότι οι όροι της αναδιάρθρωσης του χρέους πρέπει να είναι προϊόν των διαπραγματεύσεων μεταξύ των εμπορικών τραπεζών (δανειστών) και της κυβέρνησης της χώρας που χρειάζεται ελάφρυνση του χρέους της (δανειολήπτης). Η συμφωνία που επιτυγχάνεται σε αυτές τις διαπραγματεύσεις θα πρέπει να είναι αμοιβαίως αποδεκτή από όλες τις πλευρές που συμμετέχουν στις συζητήσεις.
- 3) *Αναδιάρθρωση με βάση την αγορά (Market-Based Restructuring)*. Η πιο σημαντική αρχή της BAC είναι αυτή της αναδιάρθρωσης με βάση τα χαρακτηριστικά της ελεύθερης αγοράς. Σύμφωνα με τον Rieffel (2003), αυτή η προσέγγιση έχει τρία βασικά χαρακτηριστικά. Είναι ευέλικτη, πραγματική και μη πολιτικοποιημένη. Οι εμπορικές τράπεζες έδωσαν μεγάλη σημασία στην ευελιξία καθώς αυτή τις επιτρέπει να βρουν λύσεις οι οποίες θα γίνουν αποδεκτές από ένα μεγάλο αριθμό τραπεζών που συμμετέχουν στη διαδικασία αναδιάρθρωσης και πολλές φορές έχουν διαφορετικούς οικονομικούς στόχους. Επιπλέον, αυτό ήταν σημαντικό και για το γεγονός ότι η σύσταση της BAC ήταν διαφορετική κάθε φορά.

Οι εμπορικές τράπεζες αντιμετώπιζαν το ζήτημα με μεγάλο ρεαλισμό. Είναι γνωστό ότι στις αγορές όλοι οι συμμετέχοντες μοιράζονται τις ζημιές αλλά όχι στο ίδιο βαθμό. Επιπλέον, ο σκοπός των τραπεζών είναι να συνεχίζουν να έχουν εμπορικές δραστηριότητες με το κράτος με το οποίο διαπραγματεύονται, οπότε αντιστέκονται σε πρακτικές υιοθέτησης υπερπροστατευτικών μέτρων και αρχών ώστε η διαδικασία αναδιαπραγμάτευσης να παραμείνει όσο το δυνατό πιο ρεαλιστική και ad hoc.

Σε αντίθεση με την περίπτωση του διμερούς χρέους μεταξύ δύο κρατών, τα κριτήρια δανεισμού της ΒΑC θεωρούνται πιο αντικειμενικά καθώς δεν βασίζονται σε πολιτικές σκοπιμότητες (π.χ. ο δανεισμός ενός κράτους προς έναν άλλον με ευνοϊκούς όρους για λόγους αύξησης της πολιτικής επιρροής ή ως παροχή βοήθειας σε μια κυβέρνηση ίδιας ιδεολογίας). Στις περιπτώσεις των αναδιρθρώσεων χρέους μεταξύ τραπεζών και κυβερνήσεων υπάρχει ένας πιο ορθολογικός τρόπος λήψης αποφάσεων. Η πιο σημαντική διάκριση είναι το γεγονός ότι το επιτόκιο δανεισμού πρέπει να είναι πάντοτε υψηλότερο του LIBOR που αποτελεί το οριακό κόστος κεφαλαίου των τραπεζών. Κάθε τιμή μικρότερη του LIBOR θα αποτελούσε ένδειξη μη εύρυθμης λειτουργίας και μιας ακολουθούμενης πρακτικής που δεν θα ήταν σύμφωνη με τους κανόνες λειτουργίας της αγοράς. Επιπλέον, το ποσό του δανεισμού πρέπει να είναι συνδεδεμένο με το ποσό του κουρέματος του χρέους. Η άλλη σημαντική διάκριση εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι νέοι όροι αποπληρωμής του χρέους συνδέονται με την ικανότητα της κάθε χώρας να αποπληρώσει τα χρέη της.

Κανόνες Λειτουργίας

Οι συμφωνίες αναδιάρθρωσης που επιτυγχάνονται στα πλαίσια του London Club:

- 1) Αφορούν μόνο το χρέος που το δημόσιο μιας χώρας έχει πάρει από τις τράπεζες υπό την μορφή δανείου, καθώς η συμφωνία υπογράφεται από τα μέλη του London Club που είναι εκπρόσωποι των εμπορικών τραπεζών και της κυβέρνησης της χώρας που δεν μπορεί να εκπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις και χρειάζεται βοήθεια.
- 2) Δεν προϋποθέτουν την ύπαρξη κάποιου προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης μεταξύ της κυβέρνησης (δανειολήπτης) και του Δ.Ν.Τ.
- 3) Δεν προβλέπουν τον αναπρογραμματισμό των δόσεων που αφορούν την αποπληρωμή των τόκων, αντίθετα προσφέρουν στην κυβέρνηση «νέο χρήμα» για την αναδιάρθρωση.

Διαδικασία Αναδιάρθρωσης

1) Η δημιουργία μιας συμβουλευτικής επιτροπής τραπεζών (BAC)

Στην περίπτωση του τραπεζικού χρέους η διαδικασία αναδιάρθρωσης ξεκινά την στιγμή που η χώρα-δανειολήπτης αναθέτει σε μια εμπορική τράπεζα την οργάνωση μιας επιτροπής BAC. Στις περισσότερες περιπτώσεις αυτή η τράπεζα ήταν εκείνο το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που αποτελούσε τον μεγαλύτερο δανειστή της προαναφερόμενης χώρας. Συνήθως, η ανάθεση δημιουργίας BAC γινόταν μετά από πρόταση από τους αντιπροσώπους των εμπορικών τραπεζών ή το Δ.Ν.Τ. όταν διαπιστωνόταν ξεκάθαρα ότι το δημόσιο χρέος δεν ήταν βιώσιμο.

Μετά τη δημιουργία της επιτροπής, ο προεδρεύων της, σε συνεννόηση με τον επικεφαλής των διαπραγματευτών που εκπροσωπούν την κυβέρνηση-δανειολήπτη, προσκαλεί τις υπόλοιπες τράπεζες να συμμετάσχουν στην επιτροπή. Ο αριθμός των μελών της επιτροπής είναι μικρός (5-20) και συνήθως δεν ξεπερνά το 15. Τα κριτήρια επιλογής των μελών είναι η εθνικότητα και η έκθεση της τράπεζας την οποίαν εκπροσωπούν στο συγκεκριμένο χρέος. Το αμέσως επόμενο βήμα είναι η επιλογή μιας νομικής εταιρίας που θα ήταν υπεύθυνη για την σύνταξη της συμφωνίας. Σε αντίθεση με το Paris Club, στην περίπτωση της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού χρέους, η συμφωνία αποτελεί επίσημο έγγραφο το οποίο δεσμεύει νομικά όλους τους συμμετέχοντες σε αυτή. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που κάνει απαραίτητη την συμμετοχή της νομικής εταιρίας για την σύνταξή της.

2) Προετοιμασίες.

Το στάδιο των προετοιμασιών ξεκινά με την συνάντηση μεταξύ της επιτροπής και της αποστολής που εκπροσωπεί την χώρα-δανειολήπτη, η οποία συνήθως έχει αρχηγό τον υπουργό οικονομικών ή το κεντρικό τραπεζίτη της χώρας. Ο σκοπός αυτής της συνάντησης είναι η επιτροπή να πάρει την πρόταση της χώρας-δανειολήπτη για την αναδιάρθρωση του χρέους. Αυτή η πρόταση παρουσιάζεται σαν ένα πρόγραμμα οικονομικής εξυγίανσης και περιλαμβάνει πληροφορίες σε σχέση με το πώς οι αρχές της συγκεκριμένης χώρας προτίθενται να αντιμετωπίσουν τους πιστωτές που δεν εκπροσωπούνται στις διαπραγματεύσεις (π.χ. τους δανειστές του Paris Club). Συνήθως, στις συζητήσεις συμμετέχει και ένας εκπρόσωπος του

Δ.Ν.Τ. ο οποίος περιγράφει μια ενδεχόμενη υποστήριξη του Ταμείου προς την συγκεκριμένη χώρα και απαντάει σε σχετικές ερωτήσεις της επιτροπής. Σε αντίθεση με το Paris Club, η BAC δεν παίρνει ως δεδομένες τις προτάσεις του Δ.Ν.Τ.. Τα μέλη της επιτροπής εξετάζουν προσεκτικά το πρόγραμμα οικονομικής αναπροσαρμογής της χώρας-δανειολήπτη και καταλήγουν σε δικά τους συμπεράσματα σχετικά με τις επιπτώσεις που το πρόγραμμα αυτό αναμένεται να έχει κατά την εφαρμογή του. Στο επόμενο στάδιο, τα μέλη της επιτροπής συνεδριάζουν ώστε να δημιουργήσουν τη δική τους πρόταση αναδιάρθρωσης του χρέους. Σε αυτή τη φάση, ένα πολύ σημαντικό βήμα αποτελεί η δημιουργία μιας υποεπιτροπής η οποία είναι υπεύθυνη για την αξιολόγηση της ικανότητας της χώρας-δανειολήπτη να εξυπηρετήσει το χρέος της. Αυτή η υποεπιτροπή αποτελείται από 4-5 οικονομολόγους των μεγαλύτερων τραπεζών της BAC.

3) Διαπραγματεύσεις.

Αφού παίρνει την έκθεση από την οικονομική υποεπιτροπή, η BAC ετοιμάζει τη δική της αντιπρόταση και προγραμματίζει μία συνάντηση για να το παρουσιάσει στα μέλη της αποστολής της χώρας-δανειολήπτη. Στη συνέχεια, η αποστολή των δανειοληπτών μεταφέρεται στην πρωτεύουσα της χώρας της, ώστε να εξετάσει προσεκτικά την αντιπρόταση και να ετοιμάσει τη δική της αναθεωρημένη πρόταση αναδιάρθρωσης. Στις συζητήσεις συνήθως προσκαλείται και ο επικεφαλής της ομάδας διαπραγμάτευσης του Δ.Ν.Τ.. Επειδή η διαδικασία των διαπραγματεύσεων είναι χρονοβόρα, οι θέσεις των διαπραγματευτών μπορεί να αλλάξουν εξαιτίας των διάφορων οικονομικών εξελίξεων που μπορεί να συμβούν στο ενδιάμεσο.

4) Υλοποίηση.

Κατά τη διάρκεια υλοποίησης μιας συμφωνίας αναδιάρθρωσης, δημιουργείται μια «τράπεζα εξυπηρέτησης» η οποία δέχεται τα ποσά των δόσεων αποπληρωμής του χρέους από την χώρα-δανειολήπτη και στη συνέχεια τα μοιράζει ανάμεσα στις τράπεζες και τους άλλους κατόχους των τίτλων του αναδιαρθρωμένου χρέους. Αυτή η «τράπεζα» μπορεί να εκτελεί και άλλες δραστηριότητες γραφειοκρατικού χαρακτήρα που είναι απαραίτητες για της υλοποίηση του

προγράμματος αναδιάρθρωσης του χρέους. Σε αυτό το στάδιο, ένας πολύ μεγάλος αριθμός δανείων προς εκατοντάδες τράπεζες συγκεντρώνεται σε ένα και μοναδικό νέο δάνειο ή σε έναν πολύ μικρό αριθμό νέων χρηματοοικονομικών τίτλων (π.χ. ομόλογα). Η «τράπεζα εξυπηρέτησης» είναι επίσης υπεύθυνη να ενημερώνει και να συμβουλεύει τους πιστωτές του αναθεωρημένου χρέους σε περίπτωση που η συμφωνία δεν τηρείται.

Το Παράδειγμα της Χιλής

Τον Οκτώβριο του 1970 στη Χιλή κερδίζει τις εκλογές η σοσιαλιστική κυβέρνηση του Salvador Allende. Αμέσως μετά την εκλογή της, η κυβέρνηση του Allende άρχισε την υλοποίηση ενός τεράστιου προγράμματος κρατικοποιήσεων. Έτσι για παράδειγμα κρατικοποιήθηκαν ορυχεία και άλλες μεγάλες επιχειρήσεις εσωτερικών ή ξένων συμφερόντων που δραστηριοποιούνταν εκείνη την εποχή στη Χιλή. Όλα αυτά οδήγησαν στην μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων και σε σημαντική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

Το Νοέμβριο του 1971 ο Allende ανακοινώνει την στάση πληρωμών εκ μέρους της Χιλής και προσπαθεί να πετύχει μια πολύ γενναιόδωρη μείωση του κρατικού χρέους. Για πολιτικούς λόγους η κυβέρνηση της Χιλής αρνείται να προχωρήσει σε διαπραγματεύσεις με το Δ.Ν.Τ. Ωστόσο, τον Απρίλιο του 1972, το Paris Club συμφωνεί να αναπρογραμματίσει το 70% της ονομαστικής αξίας και των επιτοκίων δανεισμού των τίτλων του κρατικού χρέους της Χιλής υπό την επίβλεψη του Δ.Ν.Τ.

Οι διαπραγματεύσεις με τις εμπορικές τράπεζες ξεκίνησαν στις αρχές του 1972. Επικεφαλής των πιστωτών ήταν η Citybank και οι διαπραγματεύσεις είχαν ολοκληρωθεί επιτυχώς τον Ιούνιο του ίδιου έτους. Ωστόσο, η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών αρνήθηκε να υλοποιήσει τους όρους του προγράμματος, που είχε συμφωνηθεί μεταξύ της Χιλής και των κρατών-μελών του Paris Club, για όσο καιρό η κυβέρνηση της Χιλής θα συνέχιζε να έχει αξιώσεις απαλλοτρίωσης εναντίον των αμερικανικών εταιριών. Αυτές οι εξελίξεις δεν επέτρεψαν την επίτευξη κάποιας συμφωνίας μεταξύ Χιλής και του Paris Club για τον αναπρογραμματισμό του δημοσίου χρέους της χώρας για το 1973. Αποτέλεσμα αυτών των γεγονότων ήταν να διαταραχθούν οι σχέσεις μεταξύ των πιστωτών και της κυβέρνησης του Allende.

Αυτή η κατάσταση συνεχίστηκε έως το Σεπτέμβριο του 1973, όταν η κυβέρνηση του Allende ανατράπηκε πραξικοπηματικά και την εξουσία ανάλαβε η κυβέρνηση του στρατηγού Augusto Pinochet. Μετά από αυτά τα συμβάντα, οι εμπορικές τράπεζες μπόρεσαν να παραχωρήσουν στη Χιλή ένα νέο δάνειο αναχρηματοδότησης του χρέους της. Τέλος, το Μάρτιο του 1974, επιτεύχθηκε συμφωνία μεταξύ της Χιλής και του Paris Club για την αναδιάρθρωση του διμερούς δημοσίου χρέους της χώρας.

3.4 Η ανταλλαγή κρατικών ομολόγων

Τα τελευταία χρόνια η έκδοση κρατικών ομολόγων αποτελεί μια από τις κυριότερες μορφές χρηματοδότησης του δημοσίου. Ένα από τα χαρακτηριστικά που έχει αυτή η μορφή χρηματοδότησης είναι το γεγονός ότι οι πιστωτές του δημοσίου σε αυτή την περίπτωση χαρακτηρίζονται από ανομοιογένεια. Αριθμητικά είναι πολύ περισσότεροι σε σχέση με τις δύο προηγούμενες περιπτώσεις και τα οικονομικά τους συμφέροντα διαφέρουν ή μπορεί ακόμα να συγκρούονται. Επιπλέον, επειδή τα ομόλογα μπορούν να διαπραγματευτούν και στη δευτερογενή αγορά, είναι πολύ δύσκολο να εντοπιστούν οι κάτοχοι τους. Έτσι, σε περίπτωση που μια κυβέρνηση αδυνατεί να εξυπηρετήσει το χρέος της και χρειάζεται αναδιάρθρωσή του, ο εντοπισμός και η επικοινωνία με τους κατόχους των ομολόγων αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις. Μια από τις τακτικές επικοινωνίας με τους κατόχους ομολόγων που ακολουθείται είναι αυτή των “roadshows”, όπου κάποιο υψηλόβαθμο στέλεχος του κράτους προτείνει την ανταλλαγή ομολόγων στους επενδυτές. Μια άλλη τακτική επικοινωνίας είναι η ανακοίνωση της πρότασης ανταλλαγής σε ένα δελτίο τύπου ή της δημοσίευσής της σε ορατό σημείο των σελίδων των οικονομικών εφημερίδων.

Για να υλοποιηθεί μια πρόταση ανταλλαγής πρέπει να ακολουθηθούν κάποια βήματα:

- 1) Επιβεβαίωση των υποχρεώσεων. Το πρώτο βήμα απαιτεί την πλήρη κατανόηση όλων των λεπτομερειών που χαρακτηρίζουν το υπάρχον χρέος. Το πρωταρχικό βήμα κατά τη διάρκεια προετοιμασίας μιας πρότασης ανταλλαγής ομολόγων είναι η πλήρη κατανόηση,

εκ μέρους της κυβέρνησης, όλων των λεπτομερειών που χαρακτηρίζουν το υπάρχον δημόσιο χρέος.

- 2) Εντοπισμός και επικοινωνία με τους κατόχους κρατικών ομολόγων, συνήθως με τη βοήθεια συμβούλων, εμπειρογνομόνων και τεχνοκρατών. Πριν τη έναρξη των τυχόν συζητήσεων, η κυβέρνηση πρέπει να έχει στη διάθεσή της πληροφορίες για το ποιοι είναι οι κάτοχοι των ομολόγων της και ποια μπορεί να είναι τα πρόσωπα που έχουν αγοράσει τα CDS που συνδέονται με αυτά τα ομόλογα. Πριν έρθει σε επαφή με τους δανειστές της, η κυβέρνηση πρέπει να συμβουλευτεί τους νομικούς και οικονομικούς της συνεργάτες. Οι νομικοί σύμβουλοι θα παρέχουν μια ολοκληρωμένη επισκόπηση των νομικών χαρακτηριστικών των ομολόγων ενώ, οι οικονομικοί σύμβουλοι συμβάλλουν στον εντοπισμό των πιστωτών και στην διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών όρων της πρότασης ανταλλαγής. Παρομοίως, τα μέλη της κυβέρνησης επικοινωνούν και με στελέχη του Δ.Ν.Τ. για συμβουλευτική υποστήριξη όσον αφορά την αναδιάρθρωση του χρέους.
- 3) Προετοιμασία της πρότασης ανταλλαγής. Είναι επιθυμητό αυτή η προετοιμασία να γίνει σε συνεννόηση με τους δανειστές και με τη βοήθεια συμβούλων.
- 4) Λανσάρισμα της πρότασης ανταλλαγής και ανακοίνωσή της στους κατόχους ομολόγων. Η ανακοίνωση μπορεί να γίνει είτε απευθείας είτε μέσω του τύπου.
- 5) Αναμονή για την ανταπόκριση (δήλωση συμμετοχής) εκ μέρους των πιστωτών.
- 6) Ανταλλαγή χρέους. Έκδοση νέων ομολόγων και απόσυρση των παλαιών.

Προτάσεις ανταλλαγής ομολόγων

Ένας από τους βασικούς στόχους στο σχεδιασμό μιας πρότασης ανταλλαγής είναι η επίτευξη του όσο το δυνατόν μεγαλύτερου ποσοστού συμμετοχής των κατόχων των παλαιών ομολόγων στη διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους. Για να συμβεί κάτι τέτοιο, θα πρέπει η πρόταση ανταλλαγής να έχει χαρακτηριστικά που θα αποτελούν κίνητρο συμμετοχής για τους πιστωτές. Αυτά τα κίνητρα μπορεί να έχουν για παράδειγμα την μορφή της πληρωμής σε μετρητά προκαταβολικά ή της παροχής νομικών πλεονεκτημάτων για τα νέα ομόλογα. Αρκετές κυβερνήσεις ανταλλάσσουν ένα σχετικά μεγάλο εύρος παλαιών ομολόγων με νέα ομόλογα τα οποία είναι λιγότερα σε αριθμό. Αυτά τα νέα ομόλογα είναι πιθανόν να εμπορεύονται στην

αγορά ως ομόλογα αναφοράς (Benchmark Bonds) και να είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα με αποτέλεσμα να είναι πιο ελκυστικά για τους επενδυτές.

Μια άλλη στρατηγική που θα μπορούσε να καθιστά τα νέα ομόλογα πιο ελκυστικά είναι να δοθεί στους δανειστές η δυνατότητα επιλογών. Αυτό σημαίνει ότι η κυβέρνηση θα μπορούσε να δώσει στους δανειστές που συμμετέχουν στο πρόγραμμα ανταλλαγής, τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφορετικών εργαλείων. Αυτό το μέτρο είναι πολύ χρήσιμο στις περιπτώσεις όπου υπάρχουν διαφορετικές προτιμήσεις μεταξύ των κατόχων των κρατικών ομολόγων. Έχει παρατηρηθεί για παράδειγμα ότι οι μεμονωμένοι μικροί επενδυτές προτιμούν τα νέα ομόλογα που δεν έχουν υποστεί μείωση της ονομαστικής τους αξίας και είναι πρόθυμοι να δεχτούν επιμήκυνση της ληκτότητας των ομολόγων και χαμηλότερες τιμές κουπονιού. Αντίθετα, οι θεσμικοί επενδυτές δείχνουν να προτιμούν τα ομόλογα που έχουν υποστεί κάποιο «κούρεμα» στην ονομαστική τους αξία αλλά που συνδυάζονται με πιο σύντομη περίοδο ληκτότητας και υψηλότερα κουπόνια.

Επιπλέον, οι προτάσεις ανταλλαγής μπορεί να έχουν χαρακτηριστικά τα οποία καθιστούν τα παλαιά ομόλογα λιγότερο ελκυστικά για τους επενδυτές. Ένα τέτοιο εργαλείο είναι οι επονομαζόμενες συμφωνίες ή τροπολογίες εξόδου (exit consents ή exit amendments)⁶, οι οποίες αποτελούν νομικά εργαλεία που επιτρέπουν την μετακίνηση ρητρών από τα παλαιά ομόλογα. Σύμφωνα με την εφαρμογή αυτού του εργαλείου, μια πλειοψηφία των κατόχων των παλαιών ομολόγων που συμμετέχουν στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης χρέους, μπορεί να συμφωνήσει σε τροποποιήσεις των όρων με τους οποίους έχουν εκδοθεί τα παλαιά ομόλογα. Αυτές οι τροποποιήσεις είναι τέτοιες που καθιστούν τα παλαιά ομόλογα μη ελκυστικά αποθαρρύνοντας τους κατόχους τους που δεν επιθυμούν να συμμετέχουν στη διαδικασία ανταλλαγής. Για παράδειγμα, τα ομόλογα θα μπορούσαν να ακυρωθούν, να γίνουν αλλαγές στο δίκαιο σύμφωνα με το οποίο έχουν συμφωνηθεί και συνεπώς να ακυρωθεί και η ενεργοποίηση των ρητρών πτώχευσης.

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της αξίας των παλαιών ομολόγων το οποίο σε συνδυασμό με μια ενδεχόμενη απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας να τα δέχεται ως εγγύηση,

⁶ Η χρήση των exit consents έγινε με επιτυχία στην περίπτωση της χρήσης χρέους του Ισημερινού το 1999, για περισσότερα βλ. Kentaro Tamura (2002).

λειτουργεί ενθαρρυντικά για τους κατόχους τους να συμμετέχουν στο προτεινόμενο πρόγραμμα ανταλλαγής τους.

Μετά την επίσημη ανακοίνωση της πρότασης ανταλλαγής, η κυβέρνηση της χώρας-δανειολήπτη ανακοινώνει και τις προθεσμίες ανταλλαγής καθώς και το ελάχιστο επίπεδο συμμετοχής που απαιτείται ώστε η ανταλλαγή να πραγματοποιηθεί. Αυτή η συμμετοχή κυμαίνεται μεταξύ του 75% και 85% και έχει παρατηρηθεί οι κάτοχοι των παλαιών ομολόγων να κρατούν στάση αναμονής έως τις τελευταίες μέρες πριν δεχτούν να πάρουν μέρος στο πρόγραμμα. Για να ενθαρρύνει την πιο έγκαιρη συμμετοχή, η κυβέρνηση μπορεί να ανακοινώσει ότι οι ευνοϊκές προτάσεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω (για τους κατόχους ομολόγων που συμμετέχουν στο εγχείρημα) ισχύουν μόνο για όσους δηλώνουν την συμμετοχή τους εντός κάποιου καθορισμένου χρονικού διαστήματος. Ωστόσο, η προθεσμία ανταλλαγής μπορεί και να μετατεθεί για αργότερα (από κάποιες μέρες έως και εβδομάδες) έτσι ώστε να έχουμε τη συμμετοχή των όσο το δυνατόν περισσότερων επενδυτών στο πρόγραμμα.

Μια άλλη τακτική για την αύξηση της συμμετοχής των επενδυτών στο πρόγραμμα είναι η χρήση των Ρητρών Συλλογικής Δράσης (collective action clauses ή CACs) όταν αυτά προβλέπονται.

Το Παράδειγμα της Ελλάδας

Το 2009 η οικονομική κατάσταση της Ελλάδας είχε επιδεινωθεί σε τέτοιο βαθμό που το ελληνικό δημόσιο ήταν αδύνατο να δανειστεί από τις αγορές χωρίς να πληρώσει εξωφρενικά επιτόκια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη προσφυγή της χώρας στο μηχανισμό στήριξης στις αρχές Μαΐου του 2009. Η ελληνική κυβέρνηση υπέγραψε μια συμφωνία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για την εφαρμογή ενός πλάνου διεξόδου από την κρίση διάρκειας τριών ετών. Το αρχικό πλάνο προέβλεπε την χορήγηση δανείου ύψους 110 δισεκατομμυρίων ευρώ προς την Ελλάδα (όπου θα συμμετείχαν το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Ευρωπαϊκή Ένωση) με αντάλλαγμα η ελληνική κυβέρνηση να προχωρήσει σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα είχαν ως στόχο την μείωση του ελλείμματος στο 8,1% του ΑΕΠ το 2010 και κάτω του 3% έως το τέλος του προγράμματος το 2014. Η εφαρμογή αυτού του προγράμματος όμως, έδειξε να συναντά αρκετά εμπόδια και να

μην πετυχαίνει τους στόχους (κυρίως λόγω της αδυναμίας του κρατικού μηχανισμού να εφαρμόσει τις προβλεπόμενες μεταρρυθμίσεις αλλά και λόγω των κοινωνικών αντιδράσεων που προκαλούν τα μέτρα λιτότητας του προγράμματος, της επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης διεθνώς και των λανθασμένων εκτιμήσεων). Το κλίμα αβεβαιότητας για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε με ακόμα πιο ανησυχητικούς ρυθμούς. Ενδεικτικό αυτής της κατάστασης είναι οι εξαιρετικά χαμηλές βαθμολογίες που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης για την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού δημοσίου.

Αυτές οι εξελίξεις ανέδειξαν την αναγκαιότητα αναθεώρησης του προγράμματος με αποτέλεσμα να έχουμε την συμφωνία της 21 Ιουλίου 2011, που προέβλεπε μείωση των επιτοκίων και επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων σε σχέση με το αρχικό πρόγραμμα, καθώς και ένα «κούρεμα» του ελληνικού χρέους κατά 21% με την εθελοντική συμμετοχή και των ιδιωτών κατόχων τίτλων του ελληνικού δημοσίου (Private Sector Involvement- PSI) . Ωστόσο, ούτε αυτές οι αλλαγές ήταν ικανές να λύσουν το πρόβλημα με αποτέλεσμα την εκ νέου αναθεώρηση του προγράμματος στις 26 και 27 Οκτωβρίου 2011. Η νέα αυτή συμφωνία προέβλεπε την χορήγηση δανείου προς την Ελλάδα ύψους 130 δισεκατομμυρίων ευρώ και μείωση του ελληνικού χρέους που κατείχαν οι ιδιώτες πιστωτές άνω του 50% (η συμμετοχή των ιδιωτών ήταν και πάλι εθελοντική). Έτσι, από το συνολικό χρέος της Ελλάδας (360 δισ.), τίτλοι ύψους 206 δισεκατομμύρια υπέστησαν απομείωση της αξίας τους κατά 100 δισεκατομμύρια.

Αυτό το πρόγραμμα προέβλεπε την μείωση της ονομαστικής αξίας του δημοσίου χρέους που κατείχαν οι ιδιώτες πιστωτές κατά 53,5%. Επιπλέον, προέβλεπε ότι οι νέοι τίτλοι που θα εξέδιδε το ελληνικό δημόσιο θα διέπονταν από το βρετανικό δίκαιο.

Πιο συγκεκριμένα, το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων προέβλεπε ότι κάθε παλαιό ομόλογο θα έπρεπε να υποστεί «κούρεμα» 53,5% της ονομαστικής του αξίας και θα μπορούσε να ανταλλαγεί σύμφωνα με μια από τις παρακάτω προτάσεις:

- 1) Με νέους τίτλους που θα εξέδιδε το ελληνικό δημόσιο, ονομαστικής αξίας ίσης με το 31,5% των παλαιών ομολόγων.
- 2) Με διετή ομόλογα που θα εξέδιδε το ΕFSF, ονομαστικής αξίας ίσης με το 15% των παλαιών ομολόγων.

3) Με ομόλογα συνδεδεμένα με την πορεία του ελληνικού Α.Ε.Π. τα οποία θα εξέδιδε το ελληνικό δημόσιο.

Οι τίτλοι αυτοί θα απέφεραν στους κατόχους τους από το 2015 και μετά έσοδα ύψους 1% της ονομαστικής τους αξίας σε περίπτωση που το Α.Ε.Π. τη χώρας υπερέβαινε έναν καθορισμένο όριο. Επιπλέον, προβλεπόταν ότι την ημέρα διακανονισμού του PSI, το ελληνικό δημόσιο θα παρέδιδε στους πιστωτές έντοκα γραμμάτια του EFSF ως αντάλλαγμα για τους μη αποπληρωθέντες τόκους των ομολόγων που θα ανταλλάσσονταν.

Τα επιτόκια των ομολόγων που έλαβαν οι ιδιώτες πιστωτές στα πλαίσια του PSI διαμορφώνονταν ως εξής:

- 1) Επιτόκιο 2% για την περίοδο 2013- 2015
- 2) Επιτόκιο 3% για την περίοδο 2016- 2020
- 3) Επιτόκιο 3,65% για το 2021 και
- 4) Επιτόκιο 4,3% για την περίοδο 2022- 2042

Τέλος, στους όρους της συμφωνίας αναφέρεται ρητά και η δημιουργία ενός ειδικού λογαριασμού, στον οποίο θα περιληφθούν οι πληρωμές τόκων και κεφαλαίου για τα νέα ομόλογα. Στον ίδιο λογαριασμό θα εισρεύσουν και τα χρήματα που θα δανείζεται το EFSF για λογαριασμό της Ελλάδας.

3.5 Μονομερής αναδιάρθρωση του χρέους

Οι μέθοδοι που περιγράφονται πιο πάνω περιγράφουν την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους σαν το αποτέλεσμα μιας συμφωνίας μεταξύ της χώρας-δανειολήπτη και των πιστωτών της. Μια άλλη μέθοδος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ελάφρυνση του χρέους είναι και η μονομερής αναδιάρθρωσή του.

Όπως είναι αναμενόμενο, σε αυτή την περίπτωση δεν υπάρχουν οι διαδικασίες των προηγούμενων μεθόδων οι οποίες είχαν σαν στόχο την επίτευξη συμφωνίας αναδιάρθρωσης του χρέους μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη. Αντίθετα, στην περίπτωση αυτή, η κυβέρνηση της χώρας αποφασίζει μόνη της ότι δεν επιθυμεί να εξοφλήσει το χρέος της υπό τους υπάρχοντες

όρους και υποδεικνύει στους πιστωτές της ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους της, το οποίο όμως δεν θα αποτελέσει αντικείμενο διαπραγματεύσεων αλλά θα εφαρμοστεί ως έχει. Αυτή η αναδιάρθρωση μπορεί να έχει την μορφή της αναστολής των πληρωμών των δόσεων των δανείων και ομολόγων ή να υποδεικνύει αλλαγές στο τρόπο αποπληρωμής τους (π.χ. επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων, μείωση του επιτοκίου δανεισμού, αλλαγή του νομίσματος στο οποίο θα γίνει η αποπληρωμή των υποχρεώσεων κλπ.). Σε αντίθεση με την περίπτωση του χρέους των επιχειρήσεων, όταν υπάρχει αναστολή πληρωμών από ένα ανεξάρτητο κράτος, δεν είναι δυνατό να επιβληθούν κυρώσεις δια νόμου καθώς, μέχρι στιγμής, δεν υπάρχει κάποιος μηχανισμός που να υποχρεώνει μια ανεξάρτητη χώρα να πληρώνει τις υποχρεώσεις της και ούτε υπάρχουν διαδικασίες επιβολής οικονομικών ή άλλου είδους κυρώσεων προς την χώρα αυτή. Η μόνη νομική συνέπεια που θα μπορούσε να έχει θα ήταν η κατάσχεση κάποιων περιουσιακών της στοιχείων που βρίσκονται στο εξωτερικό.

Ωστόσο, μια μονομερή καταγγελία του χρέους μπορεί να έχει πολύ δυσάρεστες συνέπειες για την οικονομία της χώρας που το επιδιώκει. Μια μονομερής κίνηση θα είχε ως αποτέλεσμα τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των αγορών προς τη χώρα αυτή. Αυτό με τη σειρά του θα σήμαινε ότι η χώρα αυτή δεν θα είχε πια πρόσβαση στις αγορές και συνεπώς θα έπρεπε να συντηρηθεί με ιδίους πόρους ή να βρει άλλες πηγές χρηματοδότησης της οικονομίας της.

Σύμφωνα με τους περισσότερους αναλυτές, η μονομερής αναδιάρθρωση του χρέους αποτελεί μερική χρεοκοπία και επιφέρει το ίδιο επίπεδο συστημικού κινδύνου όπως και οι υπόλοιπες μορφές χρεοκοπίας. Επιπρόσθετα, δεδομένου της αντίδρασης των δανειστών, θα αποτελούσε την αιτία άσκησης πολλαπλών καταγγελιών και θα ενέπλεκε την κυβέρνηση σε ένα μαπράζ δικαστικών διαμαχών με τους δανειστές της. Για αυτούς τους λόγους, η μονομερής αναδιάρθρωση χρέους θεωρείται μια ανεπιθύμητη εναλλακτική οικονομικής διάσωσης εκ μέρους μιας χώρας.

Το Παράδειγμα της Αργεντινής

Η περίπτωση της Αργεντινής αποτελεί μια από τις πιο δύσκολες περιπτώσεις αναδιάρθρωσης του χρέους. Αυτή η δυσκολία οφείλεται σε τρεις βασικούς παράγοντες. Πρώτον, η πολύ μεγάλη κλίμακα του χρέους που χρειαζόταν αναδιάρθρωση, η οποία στο τέλος εκτιμάται πως ήταν περί

τα \$100 δισεκατομμύρια. Δεύτερον, η μεγάλη πολυπλοκότητα του χρέους που περιλάμβανε 152 σειρές ομολόγων οι οποίες διέπονταν από 8 διαφορετικά δίκαια, είχαν εκδοθεί σε 6 διαφορετικά συναλλαγματικά νομίσματα και βρίσκονταν στην κατοχή χιλιάδων πιστωτών. Τρίτον, χαρακτηρίστηκε από μια μη συνεργάσιμη στάση εκ μέρους των αρχών. Τέταρτον, οι απώλειες των επενδυτών ήταν απρόσμενα μεγάλες και έφτασαν το 71-75% σε όρους καθαρής παρούσας αξίας.

Πριν ανακοινώσει την στάση πληρωμών, η Αργεντινή προσπάθησε να επιστρατεύσει τους εγχωρίους πόρους της ώστε να εξασφαλίσει την αναχρηματοδότηση της οικονομίας της για όσο καιρό θα παρέμεινε αποκλεισμένη από τις αγορές. Αυτή η επιστράτευση περιλάμβανε την επιβολή πολύ αυστηρών όρων και την καταπίεση των τραπεζών, συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών για να παραχωρήσουν στην κυβέρνηση την απαραίτητη ποσότητα χρήματος.

Αρχικά, προσπάθησε να ξεχωρίσει τους ντόπιους από τους ξένους πιστωτές, προσφέροντας στους πρώτους καλύτερους όρους για την ανταλλαγή ομολόγων. Έτσι για παράδειγμα, σε μια πρώτη φάση, τα νέα ομόλογα που θα έπαιρναν οι εγχώριοι πιστωτές θα είχαν ως εγγύηση τα μελλοντικά φορολογικά έσοδα της κυβέρνησης, κάτι που δεν θα ίσχυε στη δεύτερη φάση ανταλλαγής των ομολόγων που κατείχαν οι ξένοι πιστωτές. Ακολουθώντας αυτό το πλάνο, το Νοέμβριο του 2001 η κυβέρνηση της Αργεντινής προχώρησε στην ανταλλαγή ομολόγων αξίας \$10 δισεκατομμυρίων. Στους όρους αυτής της ανταλλαγής προβλεπόταν επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των ομολόγων και μείωση του επιτοκίου με αποτέλεσμα οι τίτλοι να υποστούν απώλειες της τάξεως του 26% σε όρους καθαρής παρούσας αξίας.

Εξαιτίας των πολιτικών εξελίξεων, οι αρχές της χώρας δεν μπόρεσαν να υλοποιήσουν τη δεύτερη φάση με αποτέλεσμα οι ξένοι πιστωτές να μην πληρωθούν στην ώρα τους και συνεπώς η χώρα να κηρυχτεί σε κατάσταση στάσης πληρωμών. Μετά από αλλεπάλληλες αναταραχές, τον Ιανουάριο του 2005 η κυβέρνηση κάνει τρεις τελικές προτάσεις ανταλλαγής ομολόγων προς τους πιστωτές.

- 1) Par bonds- Τα παλιά ομόλογα θα ανταλλάσσονταν στην ονομαστική τους αξία με καινούρια. Το επιτόκιο των νέων ομολόγων θα ήταν 3,2% και η ληκτότητά τους 35 έτη.

- 2) Discount bonds- Τα παλιά ομόλογα θα ανταλλάσσονταν στο 34% της ονομαστικής τους αξίας με καινούρια. Το επιτόκιο των νέων ομολόγων θα ήταν 8,5% και η ληκτότητά τους 30 έτη.
- 3) Quasi par bonds- Τα παλιά ομόλογα θα ανταλλάσσονταν στην ονομαστική τους αξία με καινούρια αλλά το νόμισμα με το οποίο θα γινόταν η αποπληρωμή τους θα ήταν το αργεντίνικο πέσο. Αυτό θα σήμαινε μείωση της ονομαστικής αξίας των παλιών ομολόγων κατά 31%. Το επιτόκιο των νέων ομολόγων θα ήταν 3,31% και η ληκτότητά τους 42 έτη.

Επισημώς, η ανταλλαγή ομολόγων ξεκίνησε το Φεβρουάριο του 2005 και ολοκληρώθηκε τον Απρίλιο του ίδιου έτους. Το μέγεθος του χρέους που εκτιμάται ότι αποτέλεσε αντικείμενο αναδιάρθρωσης ανέρχεται στα \$82 δισεκατομμύρια και το κούρεμά του κυμάνθηκε από 71-75%. Η συμμετοχή των πιστωτών ανήλθε στο 76%, και οφειλόταν κυρίως στη συμμετοχή των εγχωρίων πιστωτών. Εκδόθηκαν νέα ομόλογα αξίας \$35,3 δισεκατομμυρίων (\$15 δισεκατομμύρια σε par bonds, \$11,9 δισεκατομμύρια σε discount bonds και Arg\$24,3 δισεκατομμύρια (περίπου \$8,3 δισεκατομμύρια) σε quasi bonds. Επίσης, απλοποιήθηκε και η δομή του χρέους της χώρας. Οι 152 σειρές ομολόγων τώρα ανταλλάχθηκαν με 11 νέες σειρές, τα νομικά πλαίσια στα οποία υπάγονταν τα ομόλογα μειώθηκαν από 8 σε 4 και οι νέοι τίτλοι εκδόθηκαν σε 4 διαφορετικά νομίσματα αντί των 6 των παλιών ομολόγων.

Ως αποτέλεσμα όλων των παραπάνω, τον Απρίλιο του 2005 το δημόσιο χρέος της Αργεντινής ανερχόταν στο 72% του Α.Ε.Π. αντί του 148% του Α.Ε.Π. που ήταν η τιμή του το Δεκέμβριο του 2002. Ωστόσο, η έλλειψη διάθεσης συνεργασίας εκ μέρους της κυβέρνησης της Αργεντινής, είχε ως αποτέλεσμα να μην επιτευχθεί κάποια συμφωνία αναδιάρθρωσης του διμερούς δημοσίου χρέους το οποίο συνεχίζει να αποτελεί ένα άλυτο θέμα έως τις μέρες μας.

Απεχθές χρέος

Το απεχθές χρέος είναι μια μορφή μονομερούς αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους που έχει κάποιες ενδιαφέρουσες ιδιαιτερότητες. Ως απεχθές χρέος ορίζεται το δημόσιο χρέος που έχει δημιουργηθεί από ένα πολιτικό καθεστώς όχι για την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των υπηκόων του αλλά για την ισχυροποίηση της θέσης ορισμένων προσώπων του καθεστώτος.

Αυτό το χρέος θεωρείται προσωπικό χρέος του καθεστώτος, το οποίο ακυρώνεται με την πτώση του συγκεκριμένου πολιτικού συστήματος και δεν πρέπει να δεσμεύει την χώρα. Το απεχθές χρέος συνάπτεται και υλοποιείται, εν γνώσει των δανειστών, για λόγους που είναι αντίθετοι στις ανάγκες και τα συμφέροντα του λαού. Στην περίπτωση αυτή θεωρείται ότι οι δανειστές έχουν διαπράξει μια εχθρική πράξη εναντίον του λαού και συνεπώς δεν μπορεί να έχουν την απαίτηση από αυτό το λαό να εξοφλήσει το συγκεκριμένο χρέος.

Ο Paulus (2008) διακρίνει και κατατάσσει το απεχθές χρέος σε τρεις κατηγορίες

- 1) Χρέος πολέμου. Είναι το χρέος που συνάπτει ένα καθεστώς για να χρηματοδοτήσει της ανάγκες διεξαγωγής κάποιου πολέμου ή την υποστήριξη κάποιας προσπάθειας διεξαγωγής του.
- 2) Χρέος υποδούλωσης. Είναι το χρέος που συνάπτει ένα κράτος με σκοπό την χρηματοδότηση μιας επιχείρησης καταστολής κάποιου επαναστατικού κινήματος ή κάποιου πολέμου απελευθέρωσης που διεξάγεται σε μια περιοχή την οποίαν είτε ελέγχει, είτε επιχειρεί να ελέγχει ή να ενισχύσει την παρουσία του εκεί.
- 3) Χρέος καθεστώτος. Είναι το χρέος που συνάπτεται από ένα καθεστώς για σκοπούς που δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα του λαού.

Στην διεθνή δικονομία δεν υπάρχει κάποια καθιερωμένη θεωρητική αρχή για το θέμα του απεχθούς χρέους και ούτε κάποιο δικαστήριο που να έχει την εξουσιοδότηση να αποφασίσει πάνω στο συγκεκριμένο θέμα. Επομένως, είναι εξαιρετικά δύσκολό να καταλήξουμε σε κάποια επαρκώς τεκμηριωμένα συμπεράσματα σε σχέση με την διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί από μια χώρα που ισχυρίζεται ότι το χρέος της είναι απεχθές και παράνομο και συνεπώς δεν έχει την υποχρέωση της εξυπηρέτησής του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Από την ανάλυση του προηγούμενου κεφαλαίου προκύπτει ότι τα εργαλεία που έχουν χρησιμοποιηθεί έως τώρα για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους έχουν πολλές αδυναμίες και κανένα από αυτά δεν μπορεί να αποτελεί ολοκληρωμένη πρόταση αντιμετώπισης του φαινομένου. Σε αυτό το κεφάλαιο αναπτύσσονται οι πιο σημαντικές θεωρητικές προσεγγίσεις, οι οποίες έχουν προταθεί από διάφορους εμπειρογνώμονες και έχουν ως στόχο την εύρεση μιας όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματικής μεθόδου αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Δύο είναι οι βασικότερες προσεγγίσεις που έχουν προταθεί. Η πρώτη είναι αυτή της ελεύθερης αγοράς, η οποία υποστηρίζει ότι η λύση πρέπει να είναι αποτέλεσμα συμφωνίας μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών. Οι υποστηρικτές αυτής της πρότασης είναι της άποψης ότι στις δανειακές συμβάσεις θα πρέπει να συμπεριληφθούν ρήτρα τα οποία θα διευκολύνουν την επίτευξη μιας τέτοιας συμφωνίας. Η άλλη άποψη είναι αυτή της δια νόμου επίλυσης (statutory approach) που έχει προταθεί από το Δ.Ν.Τ. και προβλέπει τη δημιουργία ενός μηχανισμού αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους (sovereign debt restructuring mechanism-SDRM) το οποίο θα είναι το μόνο υπεύθυνο και αρμόδιο όργανο που θα δώσει λύσει στο πρόβλημα της αναδιάρθρωσης. Υπάρχει και μια τρίτη πρόταση που βασίζεται στη δημιουργία ενός «Κώδικα Καλής Συμπεριφοράς» που θα καθορίζει τα βήματα που πρέπει να ακολουθηθούν από όλες τις πλευρές κατά την αναδιάρθρωση του κρατικού χρέους.

4.1 Η «Δια της Σύμβασης» Προσέγγιση (Voluntary and contractual approach)

Ένας από τους λόγους που καθιστούν δύσκολη τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους κάτω από τις παρούσες συνθήκες είναι το γεγονός ότι, οι σχέσεις μεταξύ των πιστωτών διέπονται από ελλιπείς συμβάσεις. Για παράδειγμα, στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής οι

συμβάσεις αυτές δεν κάνουν καμία πρόβλεψη για τη δημιουργία κάποιου κέντρου επικοινωνίας για τους κατόχους των ομολόγων ή για την ψήφο της πλειοψηφίας σε περίπτωση αλλαγής των όρων αποπληρωμής των χρηματοοικονομικών τίτλων.

Η παράλειψη των κανόνων στις δανειακές συμβάσεις είναι αυτή που στην πορεία συμβάλλει αρνητικά στη διαδικασία συντονισμού των κατόχων των ομολόγων. Όπως αναφέρει ο Eichengreen (2003), όλες αυτές οι παραλείψεις συμβάλλουν στο να μετατραπεί η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους σε ένα ακριβό, χρονοβόρο και απρόβλεπτο γεγονός. Για να γίνει η διαδικασία της αναδιάρθρωσης πιο εύρυθμη και λειτουργική, δανειολήπτες και δανειστές πρέπει να ενθαρρύνονται να υπογράψουν πιο εξειδικευμένες και ολοκληρωμένες δανειακές συμβάσεις στις οποίες θα περιγράφονται με ακρίβεια οι διαδικασίες που πρέπει να ακολουθηθούν σε περίπτωση που απαιτείται αναδιάρθρωση του χρέους. Ο πιο διαδεδομένος τρόπος για να γίνει αυτό, στα πλαίσια της ελεύθερης αγοράς, είναι οι πιστωτές και οι δανειολήπτες να περιλάβουν στις νέες δανειακές τους συμβάσεις τα ρήτρα συλλογικής δράσης (Collective Action Clauses-CACs). Τα ρήτρα αυτά επιτρέπουν στην πλειοψηφία των πιστωτών να αποφασίσει για αλλαγές των όρων μιας δανειακής σύμβασης και οι αλλαγές αυτές θα δεσμεύουν και τους υπόλοιπους πιστωτές, οι οποίοι μπορεί να μην είναι σύμφωνοι με αυτές. Το πρόβλημα που γεννάται σε αυτό το σημείο συνδέεται με το γεγονός ότι, τα CACs δεν συμπεριλαμβάνονται σε όλες τις δανειακές συμβάσεις. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτό της περίπτωσης αναδιάρθρωσης του χρέους του ελληνικού δημοσίου, όπου το 90% του χρέους αποτελούνταν από δανειακές συμβάσεις που δεν εμπεριείχαν CACs.

Βεβαίως, υπάρχουν και οι δανειακές συμβάσεις, οι οποίες διέπονται από το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου, που εμπεριέχουν τα αντίστοιχα Ρήτρα Συλλογικής Δράσης (CACs) και οι οποίες διευκρινίζουν το πώς θα πρέπει να διευθετηθεί μια διαδικασία αναδιάρθρωσης. Τα Ρήτρα Συλλογικής Δράσης περιλαμβάνουν ρήτρα συλλογικής αντιπροσώπευσης, ρήτρα επιβολής της πλειοψηφίας και ρήτρα αναδιάρθρωσης βάσει των αποφάσεων της πλειοψηφίας.

- 1) Τα ρήτρα συλλογικής αντιπροσώπευσης (collective representation clauses) είναι χρήσιμα για την εγκαθίδρυση ενός φορέα αντιπροσώπευσης των ομολογιούχων του δημοσίου που δίνει τη δυνατότητα στους πιστωτές να ανταλλάσσουν απόψεις και πληροφορίες. Επιπλέον, τα ομόλογα που διέπονται από το βρετανικό δίκαιο ορίζουν λεπτομερώς τις διαδικασίες επιλογής των αντιπροσώπων των δανειστών και προσδιορίζουν τις ευθύνες

που έχουν αυτοί οι αντιπρόσωποι. Αυτή η επιτροπή έχει και την εξουσιοδότηση να γνωστοποιεί στους δανειολήπτες τους όρους που προέκυψαν από τις διαπραγματεύσεις μεταξύ των πιστωτών.

- 2) Τα ρήτρα επιβολής της πλειοψηφίας (majority enforcement clauses) επιτρέπουν σε μια πλειοψηφία (75%) να πάρει αποφάσεις σχετικά με τις αλλαγές στους όρους των δανειακών συμβάσεων οι οποίες είναι δεσμευτικές για το σύνολο των ομολογιούχων.
- 3) Τα ρήτρα αναδιάρθρωσης της πλειοψηφίας (majority restructuring clauses) περιγράφουν λεπτομερώς το μερίδιο των κατόχων των ομολόγων των οποίων η ψήφος αρκεί για να δοθεί η διαταγή αλλαγής των όρων της δανειακής σύμβασης. Αυτές οι αλλαγές μπορεί να αφορούν ζητήματα όπως είναι ο χρόνος αποπληρωμής, το ύψος της ονομαστικής αξίας και το ύψος του επιτοκίου. Σύμφωνα με το βρετανικό δίκαιο, σε αυτές τις περιπτώσεις η απαιτούμενη απαρτία είναι το δύο τρίτα των ομολογιούχων στην πρώτη συνάντηση και μικρότερο ποσοστό στις επόμενες συναντήσεις. Οι αλλαγές που αποφασίζονται από την πλειοψηφία είναι δεσμευτικές για το σύνολο των ομολογιούχων. Η ενσωμάτωση αυτών των ρητρών στις δανειακές συμβάσεις κάτω από το βρετανικό δίκαιο αποτελεί πλέον θέμα ρουτίνας.
- 4) Τα ρήτρα μοιρασιάς (sharing clauses). Η εφαρμογή αυτών των ρητρών απαιτεί ο κάθε παίκτης να μοιραστεί τα κέρδη του με τα υπόλοιπα μέλη της ομάδας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αποθάρρυνση των ομολογιούχων που δεν επιθυμούν να συμμετέχουν στην αναδιάρθρωση και σχεδιάζουν να εκμεταλλευτούν την κατάσταση ώστε να πληρωθούν στο ακέραιο.

Στις μέρες μας, το εάν μια δανειακή σύμβαση περιλαμβάνει ή όχι CACs εξαρτάται από το δίκαιο από το οποίο διέπεται. Έτσι για παράδειγμα, οι συμβάσεις που διέπονται από το βρετανικό δίκαιο εμπεριέχουν ρήτρα συλλογικής δράσης. Αντίθετα, οι δανειακές συμβάσεις που διέπονται από το γερμανικό δίκαιο ή το δίκαιο των Η.Π.Α., δεν περιλαμβάνουν ρήτρα συλλογικής δράσης.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται τα ομόλογα το έτος 2001 και το δίκαιο στον οποίο υπάγονται:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Κατανομή Ομολόγων Ανάλογα με το Δίκαιο που Υπάγονται

**Stock of Outstanding Bonds by Jurisdiction
(end-2001)**

Jurisdiction	Amount in percent of total	Amount in millions of U.S. dollars	Number of bonds (excluding Bradies for US) 1/
Austria	0.02	67	1
UK	24.05	85,182	156
France	0.30	1,060	4
Germany	10.13	35,864	89
Italy	0.03	105	1
Japan	5.85	20,716	59
Luxembourg	0.22	763	4
US	59.07	209,199	233
of which Bradies		73,837	
Spain	0.04	138	1
Switzerland	0.29	1,034	10
Total 2/	100.00	354,129	558

Source: Bondware Database and IMF (2002b).

Από τα στοιχεία του πίνακα παρατηρούμε ότι ένα ποσοστό περίπου 70% των ομολόγων, υπάγονται στο αμερικανικό ή το γερμανικό δίκαιο και τα οποία στην ουσία δεν συμπεριλαμβάνουν ρήτρα συλλογικής δράσης. Όπως είναι φανερό, από τα στοιχεία του πίνακα, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η ενσωμάτωση των ρητρών συλλογικής δράσης στις δανειακές συμβάσεις δεν είναι όσο διαδεδομένη θα έπρεπε. Αυτό δείχνει ότι στις αγορές υπάρχει ακόμα αρκετός σκεπτικισμός για την υιοθέτησή τους και για κάποιους επενδυτές μπορεί να θεωρηθούν και ανεπιθύμητες. Η παραχώρηση στην πλειοψηφία του δικαιώματος να πάρει αποφάσεις για αλλαγές των όρων δανειακής σύμβασης, οι οποίες δεσμεύουν το σύνολο των ομολογιούχων, μπορεί να μην θεωρηθεί δίκαιη. Αυτό το μέτρο επίσης, μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις κρατικές αρχές μια χώρας για να πιέσει τους πιστωτές, ειδικά τους εγχωρίους πιστωτές στους

οποίους μπορεί να τους θέσει και ηθικά ζητήματα (π.χ. να τους παρουσιάσει στο κοινό ότι δεν είναι πρόθυμοι να συμβάλλουν στην οικονομική διάσωση της χώρας τους, επηρεάζοντας αρνητικά τη δημόσια εικόνα τους). Σύμφωνα με τον Eichengreen (2003), μια πιθανή λύση σε αυτό το πρόβλημα θα ήταν η αύξηση του ποσοστού της πλειοψηφίας που απαιτείται για να πραγματοποιηθούν οι αλλαγές αυτές. Σύμφωνα με το Emerging Market Creditors Association, το ποσοστό αυτό θα πρέπει να κυμαίνεται από 90 έως 95 τοις εκατό. Επιπλέον, η χρήση αυτών των ρητρών θα μπορούσε να κάνει πιο δελεαστική για το δημόσιο τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους, καθώς η περίοδος των διαπραγματεύσεων και του εντοπισμού των ομολογιούχων θα περιοριζόταν σημαντικά, όπως θα έκανε και το πρόβλημα της εξασφάλισης της απαιτούμενης συμμετοχής των δανειστών στο πρόγραμμα. Η απλοποίηση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης θα μπορούσε να κάνει τις κυβερνήσεις να επιδιώκουν πιο εύκολα την ελάφρυνση του χρέους τους διά της αναδιάρθρωσής του. Όλα αυτά θα είχαν ως αποτέλεσμα την χειροτέρευση και την αποδυνάμωση της θέσης των πιστωτών.

Βεβαίως, δεν μπορεί να υποστηριχτεί με ακρίβεια ότι δίνοντας στους πιστωτές τη δυνατότητα καλύτερου και ταχύτερου συντονισμού, αυτόματα σημαίνει και χειροτέρευση της θέσης τους. Ούτε μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι μια κυβέρνηση θα εκμεταλλευτεί αυθαίρετα και ευκαιριακά τα ρήτρα συλλογικής δράσης. Αντίθετα, σε περίπτωση που η αναδιάρθρωση του χρέους είναι αναπόφευκτη, για λόγους που είναι πέραν των δυνατοτήτων του δανειολήπτη να τους ελέγξει, η ύπαρξη ενός μηχανισμού που θα επέτρεπε την ταχύτερη ομαλοποίηση της κατάστασης θα βοηθούσε σημαντικά όλες τις εμπλεκόμενες πλευρές. Έτσι θα μειωνόταν σημαντικά η πιθανότητα αναβολής των πληρωμών εκ μέρους της κυβέρνησης λόγω της αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους της. Συνεπώς, με αυτή τη λογική, η θέση των ομολογιούχων όχι μόνο δεν θα αποδυναμωνόταν αλλά αντιθέτως θα βελτιωνόταν σημαντικά.

Παρά τις προσπάθειες των αρμοδίων αρχών να προωθήσουν την ενσωμάτωση των CACs στις νέες δανειακές συμβάσεις, αυτά δεν έχουν υιοθετηθεί στο επιθυμητό βαθμό. Οι λόγοι που τα ρήτρα συλλογικής δράσης δεν έχουν υιοθετηθεί ευρέως σύμφωνα με τους Allen and Gale (1994) είναι:

- 1) Η αβεβαιότητα του προϊόντος. Οι επενδυτές μπορεί να είναι αβέβαιοι για τα αποτελέσματα από την εφαρμογή αυτού του νέου μέτρου. Για παράδειγμα μπορεί να

υπάρχει ο σκεπτικισμός ότι η διευκόλυνση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης θα έχει ως αποτέλεσμα να παρατηρηθεί πιο συχνά το συγκεκριμένο φαινόμενο.

- 2) Το μειονέκτημα της πρώτης κίνησης. Το κόστος του σχεδιασμού των ρητρών αυτών και η εκπαίδευση των επενδυτών σε σχέση με αυτά μπορεί να έχει μεγάλο κόστος για όποιον τα εφαρμόζει πρώτος. Αντίθετα, οι άλλοι παίκτες, που θα εφαρμόσουν τα ρήτρα συλλογικής δράσης σε ένα επόμενο χρονικό διάστημα, δεν θα έχουν σχεδόν κανένα κόστος ενώ θα εκμεταλλευτούν τις τυχόν θετικές συνέπειες υλοποίησης του μέτρου. Αυτό έχει ως συνέπεια, τελικά, κάποιος να μην κάνει την πρώτη κίνηση και συνεπώς το μέτρο να μην διαδοθεί ευρέως.
- 3) Το πρόβλημα του συντονισμού. Αυτό συμβαίνει σε περίπτωση που οι δανειστές κληθούν να εφαρμόσουν ταυτόχρονα το μέτρο. Μια τέτοια κίνηση θα προκαλούσε την ανάγκη για μια μεγάλη δευτερογενή αγορά και για μεγάλα ποσά ρευστότητας.
- 4) Η έλλειψη κινήτρων σε ατομικό επίπεδο. Η υλοποίηση αυτού του μέτρου μπορεί να έχει θετικές εσωτερικότητες για την σταθερότητα του διεθνούς συστήματος αλλά τα μεμονωμένα άτομα μπορεί να έχουν περιορισμένα οφέλη από την εφαρμογή ενός τέτοιου καινοτόμου μέτρου.
- 5) Οι πολιτικές σκοπιμότητες. Για λόγους επανεκλογής τα πολιτικά κόμματα μπορεί να είναι απρόθυμα να εφαρμόσουν αυτή τη τακτική και προτιμούν άλλα μέτρα, λιγότερο ευέλικτα για την μείωση του δημοσίου χρέους.

Ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρο αν όντως κάποιο από αυτά τα σημεία συμβάλλει αρνητικά στην υιοθέτηση των ρητρών συλλογικής δράσης στις δανειακές συμβάσεις. Το πρόβλημα της αβεβαιότητας του προϊόντος και του μειονεκτήματος της πρώτης κίνησης δεν δείχνει να ευσταθεί καθώς μια σημαντική μειοψηφία εφαρμόζει ήδη τα ρήτρα αυτά χωρίς να έχει κάποια αρνητική επίπτωση.

Επίσης, και το ζήτημα της ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά μπορεί να διευθετηθεί, αν οι αναπτυγμένες χώρες και οι αναπτυσσόμενες χώρες υψηλού εισοδήματος αποφασίσουν να δράσουν ταυτόχρονα και συντονισμένα. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελούν η Μεγάλη Βρετανία και ο Καναδάς που έχουν ήδη συμφωνήσει να περιλαμβάνουν τα ρήτρα συλλογικής δράσης στις δικές τους δανειακές συμβάσεις.

Σημαντικά ζητήματα που αφορούν τα ρήτρα συλλογικής δράσης

Παρακάτω αναφέρονται κάποια από τα σημαντικότερα ζητήματα που αφορούν το σχεδιασμό των ρητρών συλλογικής δράσης.

- 1) Προσδιορισμός του κατωφλιού της ψήφου της πλειοψηφίας. Δεν υπάρχει κάποιο ποσοστό της ελάχιστης απαιτούμενης πλειοψηφίας που να γίνεται δεκτό με καθολικό τρόπο. Το πιο συνηθισμένο ποσοστό που απαιτείται είναι το 75% και βασίζεται στο βρετανικό δίκαιο. Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, κάποιοι παράγοντες της αγοράς αλλά και αναλυτές και ακαδημαϊκοί προτείνουν την αύξηση αυτού του ποσοστού σε επίπεδα άνω του 90%.
- 2) Προσδιορισμός της απαιτούμενης απαρτίας για τα μίτινγκ μεταξύ των πιστωτών. Συνήθως απαιτείται συμμετοχή των πιστωτών που κατέχουν τα δύο τρίτα του χρέους στην πρώτη συνάντηση και το ένα τρίτο στις επόμενες.
- 3) Το ζήτημα της συλλογικής αντιπροσώπευσης. Υπάρχουν κάποια ζητήματα συλλογικής αντιπροσώπευσης τα οποία πρέπει να διευθετηθούν από τις αρμόδιες αρχές. Τα πιο βασικά από αυτά είναι:
 - a. Η δημιουργία ενός φορέα που θα εκπροσωπεί τους δανειστές. Όσον αφορά το βρετανικό δίκαιο, υπάρχει μια επιτροπή που εκπροσωπεί τα συμφέροντα των πιστωτών.
 - b. Η δημιουργία κάποιου μηχανισμού επικοινωνίας μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών.
 - c. Η εγκαθίδρυση μιας επιτροπής προστασίας των ομολογιούχων αντίστοιχη της βρετανικής “Council of Foreign Bondholders”.
- 4) Η αποσαφήνιση της διαδικασίας μέσω της οποίας οι δανειστές και οι δανειολήπτες έρχονται σε επαφή για να διαπραγματευτούν την αναδιάρθρωση του χρέους. Έτσι, θα πρέπει να διευκρινιστούν τα παρακάτω ζητήματα:
 - a. Πώς θα εκπροσωπηθούν οι δανειστές.
 - b. Τα στοιχεία τα οποία ο δανειολήπτης θα πρέπει να παρουσιάσει στους εκπροσώπους των δανειστών και η προθεσμία εντός της οποίας θα πρέπει να γίνει αυτό.

- 5) Ο προσδιορισμός της περιορισμένης χρονικής περιόδου μεταξύ της στιγμής της γνωστοποίησης της αναδιάρθρωσης του χρέους από την πλευρά του δανειολήπτη, έως τη στιγμή της επιλογής των εκπροσώπων των δανειστών.
- 6) Η έκταση του χρέους που πρέπει να εμπεριέχει τα ρήτρα συλλογικής δράσης. Έτσι πρέπει να διευκρινιστούν τα παρακάτω:
- Πώς θα αντιμετωπιστεί το χρέος προς τα μέλη του Paris Club κατά τη διαδικασία της αναδιάρθρωσης.
 - Πώς θα αντιμετωπιστεί το χρέος που έχει εκδοθεί στο εγχώριο νόμισμα της χώρας-δανειολήπτη.
 - Πώς θα αντιμετωπιστεί το μη-δημόσιο χρέος.
- 7) Τα κόστη που συνεπάγεται η υιοθέτηση των ρητρών συλλογικής δράσης. Οι δανειολήπτες είναι διστακτικοί στο να συμπεριλαμβάνουν τα ρήτρα συλλογικής δράσης στις δανειακές τους συμβάσεις φοβούμενοι ότι, αυτό θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στο κύρος τους και θα αυξήσει το κόστος δανεισμού. Απλοποιώντας τις διαδικασίες ενεργοποίησης των ρητρών αυτών, κατά τη διάρκεια μιας αναδιάρθρωσης του χρέους, μπορεί να αυξηθεί η πιθανότητα τα κράτη να επιθυμούν όλο και πιο συχνά την αναδιάρθρωση του χρέους τους. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα οι πιστωτές να περιορίσουν τα ποσά που δανείζουν στα κράτη. Από την άλλη όμως, η εφαρμογή των ρητρών θα είχε θετικό αντίκτυπο στην ταχύτερη επίλυση του προβλήματος της εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους και συνεπώς την ταχύτερη έξοδο από μια κατάσταση χρεοκοπίας. Οι Eichengreen & Mody (2000) βρήκαν ότι η συμπερίληψη των ρητρών συλλογικής δράσης στις δανειακές συμβάσεις αύξησε το κόστος δανεισμού των χωρών χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας και μείωσε το κόστος δανεισμού των χωρών υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Έτσι, οι δύο συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, η υιοθέτηση των CACs ενδυναμώνει την πειθαρχία της αγοράς επιβραβεύοντας τους αξιόπιστους δανειολήπτες και τιμωρώντας τους λιγότερο αξιόπιστους.
- 8) Το πρόβλημα της μετάβασης. Τα ρήτρα θα εφαρμόζονται μόνο στις νέες συμβάσεις και έτσι θα χρειαστεί κάποιο χρονικό διάστημα έως ότου οι συμβάσεις που εμπεριέχουν CACs να αποτελέσουν σημαντικό μέρος του συνόλου του κρατικού χρέους. Για αυτούς τους λόγους χρειάζεται να παρθούν πρωτοβουλίες έτσι ώστε:
- Να δοθούν κίνητρα για την υιοθέτηση των CACs στις νέες δανειακές συμβάσεις.

- b. Να δοθεί κάποια λύση όσον αφορά το ζήτημα των παλαιών ομολόγων που δεν περιλαμβάνουν ρήτρα και ειδικά των ομολόγων μεγάλης διάρκειας.
- c. Να προσδιοριστεί τι θα γίνει όσον αφορά τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως είναι τα χρηματοοικονομικά παράγωγα (credit derivatives), τα οποία δεν εμπεριέχουν αντίστοιχα ρήτρα.
- d. Να υπάρχει κάποια ομοιομορφία στα CACs που έχουν σχεδιαστεί βάσει διαφορετικών νομικών πλαισίων.

Όπως γίνεται φανερό από την πιο πάνω ανάλυση, υπάρχουν ακόμα αρκετά ανοιχτά ζητήματα τα οποία πρέπει να διευθετηθούν ώστε να δοθούν κίνητρα στους δανειστές και τους δανειολήπτες να συμπεριλάβουν τα CACs στις νέες δανειακές τους συμβάσεις. Διάφοροι οργανισμοί και φορείς, όπως το Δ.Ν.Τ. και το G7, έχουν αναπτύξει κάποιες πρωτοβουλίες για τον σχεδιασμό κινήτρων για την υιοθέτηση των ρητρών συλλογικής δράσης στις νέες συμβάσεις. Παρακάτω περιγράφονται κάποιες από αυτές τις πρωτοβουλίες:

Πρωτοβουλίες του Δ.Ν.Τ.

- 1) Ο επίσημος τομέας μπορεί να απαιτήσει ότι κάθε χώρα που έχει ή προσδοκά να έχει ένα πρόγραμμα του Δ.Ν.Τ. θα πρέπει να χρησιμοποιήσει αυτά τα ρήτρα. Ωστόσο, αυτό το μέτρο αφήνει εκτός όλες τις άλλες χώρες που δεν έχουν κάποια τέτοια σχέση με το Ταμείο.
- 2) Ο επίσημος τομέας θα μπορούσε να προσφέρει κάποια χρηματοοικονομικά πλεονεκτήματα για τις χώρες που εφαρμόζουν τα CACs στις συμβάσεις τους. Έτσι, για παράδειγμα, αυτές οι χώρες θα μπορούσαν να δανείζονται χρήματα από το Δ.Ν.Τ. με χαμηλότερο επιτόκιο από τις χώρες που δεν ενσωματώνουν τα ρήτρα στις συμβάσεις τους. Αυτό το μέτρο πιστεύεται πως θα ενθάρρυνε τις χώρες να ανταλλάσουν τους παλιούς τους χρηματοοικονομικούς τίτλους με νέους που θα περιελάμβαναν τα CACs. Αυτό ωστόσο, θα μπορούσε να έλθει σε σύγκρουση με το καταστατικό του Δ.Ν.Τ. το οποίο εγγυάται ισόνομη μεταχείριση όλων των πλευρών. Συνεπώς, για την εφαρμογή αυτής της πρότασης, πρώτα χρειάζονται αλλαγές στο καταστατικό του Ταμείου.

Επιπλέον, και οι χώρες του G7 έχουν αναπτύξει κάποιες πρωτοβουλίες, συμπεριλαμβάνοντας τα CACs στις δανειακές τους συμβάσεις που είναι σε ξένο συνάλλαγμα. Αυτό προσδοκείται ότι θα περιορίσει την άποψη που επικρατεί σε κάποιους κύκλους των αγορών ότι, η εισαγωγή των CACs στις δανειακές συμβάσεις αποτελεί αρνητικό σήμα για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.

4.2 Η «Εκ του Νόμου» Προσέγγιση (The statutory approach)

Όμως επισημάνθηκε και προηγουμένως, η ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίου και η μετακίνηση από τα κοινοπρακτικά τραπεζικά δάνεια προς τους εμπορεύσιμους τίτλους, είχε σημαντικές επιπτώσεις και στον τρόπο με τον οποίον τα κράτη χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους. Στις μέρες μας, το δημόσιο χρέος αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό διαφορετικών χρηματοοικονομικών τίτλων, οι οποίοι υπάγονται σε διαφορετικά δίκαια και ανήκουν σε διαφορετικούς και διάχυτους επενδυτές. Οι δανειστές συνήθως, έχουν διαφορετικό χρονικό ορίζοντα για τις επενδύσεις τους. Αυτό σημαίνει ότι, σε περίπτωση ανάγκης αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, θα ανταποκριθούν με ποικίλους τρόπους που μπορεί να είναι και συγκρουόμενοι μεταξύ τους.

Από τη μία αυτό αποτελεί μια θετική εξέλιξη καθώς συμβάλει στη διεύρυνση των δυνατοτήτων επιλογής πόρων για τα κράτη και της διαφοροποίησης του κινδύνου πτώχευσης. Ωστόσο, αυτή η ποικιλία διαφορετικών επενδυτικών συμφερόντων, δυσκολεύει τη δυνατότητα συλλογικής δράσης εκ μέρους των επενδυτών σε περίπτωση αναγκαιότητας αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Αυτό κάνει τους επενδυτές να προσπαθούν μέχρι την τελευταία στιγμή να αποφύγουν μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση, αυξάνοντας τις πιθανότητες αποτυχίας του εγχειρήματος αναδιάρθρωσης. Μια τέτοια αποτυχία μπορεί να οδηγήσει με τη σειρά της σε ένα γενικευμένο κλίμα αστάθειας με αποτέλεσμα οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι που αποτελούν το χρέος, να χάσουν την αξία τους στην αγορά (κάτι που αποτελεί τη δυσμενέστερη εξέλιξη τόσο για τους δανειολήπτες όσο και για τους πιστωτές).

Η εύρεση λύσεων για την βελτίωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του χρέους αποτελεί ένα από τα κύρια επιστημονικά πεδία όπου καταβάλλονται μεγάλες προσπάθειες οι οποίες θα συμβάλλουν στην ενίσχυση της αρχιτεκτονικής του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει προσπάθειες εύρεσης προτάσεων για την επίλυση του προβλήματος αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Μια από τις προσεγγίσεις που έχουν προταθεί είναι αυτή της «Εκ του Νόμου Προσέγγισης» (statutory approach) η οποία υποστηρίζεται από το Δ.Ν.Τ.. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση προτείνεται η δημιουργία ενός μηχανισμού αναδιάρθρωσης του χρέους (sovereign debt restructuring mechanism SDRM) ο οποίος θα προβλέπει την όλη ακολουθούμενη διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους.

Η ανάγκη για έναν μηχανισμό αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους

Η απουσία μια προβλέψιμης, εύρυθμης και σύντομης χρονικά διαδικασίας για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους, έχει διάφορα κόστη. Μπορεί να οδηγήσει ένα κράτος με μη βιώσιμο χρέος να αποφεύγει τη διαδικασία της αναδιάρθρωσης εξαντλώντας τα αποθέματά του. Η απουσία ύπαρξης ενός μηχανισμού που θα δώσει στην πλειοψηφία τη δυνατότητα αλλαγών των όρων μιας δανειακής σύμβασης, μπορεί να περιπλέξει τη διαδικασία εύρεσης μιας αναδιάρθρωσης η οποία θα οδηγούσε την οικονομία στο δρόμο της βιώσιμης ανάπτυξης. Το ρίσκο που μπορεί να πάρουν κάποιοι επενδυτές, οι οποίοι θα επιδιώκουν να παραμείνουν εκτός της διαδικασίας της αναδιάρθρωσης (the holdout problem) και να αποπληρωθούν το 100% της αξίας του τίτλου που κατέχουν, μπορεί να παρατείνει ή ακόμα και οδηγήσει σε αδιέξοδο τις διαπραγματεύσεις. Έτσι, γίνεται σαφής η ύπαρξη ανάγκης για τη δημιουργία ενός μηχανισμού αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, που θα προβλέπει με λεπτομέρειες τις διαδικασίες που θα πρέπει να ακολουθηθούν σε μια τέτοια περίπτωση.

«Ο σκοπός της δημιουργίας του SDRM είναι να βοηθήσει στην εύρυθμη, προβλέψιμη και γρήγορη αναδιάρθρωση του μη βιώσιμου δημοσίου χρέους, προστατεύοντας την αξία του επενδύμενου κεφαλαίου και των δικαιωμάτων των επενδυτών. Ένας κατάλληλα σχεδιασμένος και υλοποιημένος τέτοιος μηχανισμός θα βοηθούσε στην μείωση του κόστους της αναδιάρθρωσης για τους δανειολήπτες (κυβερνήσεις) και τους πιστωτές, και θα συνέβαλλε στην αποτελεσματικότητα των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών γενικά.»⁷

⁷ Krueger A.O., (2002), "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", *International Monetary Fund*, σελ. 4.

Η χρήση ενός τέτοιου μηχανισμού θα πραγματοποιούνταν μόνο σε περίπτωση που μια χώρα που αντιμετώπιζε πρόβλημα εξυπηρέτησης του χρέους της το απαιτούσε. Αντίθετα, εάν η κυβέρνηση της εν λόγω χώρας ερχόταν σε συμφωνία με τους δανειστές της για την αναδιάρθρωση του χρέους της με διαφορετικούς όρους, θα μπορούσε να το πράξει χωρίς να χρειαστεί να υλοποιήσει κάποιο μηχανισμό όπως αυτό που προτείνει το Δ.Ν.Τ.. Ωστόσο, εκτιμάται πως η ύπαρξη ενός SDRM, από μόνη της θα οδηγούσε τις δύο πλευρές (δανειστές και δανειολήπτες) στο να καταλήξουν σε μια συμβιβαστική και αμοιβαία αποδεκτή λύση αναδιάρθρωσης.

Πρέπει να διευκρινιστεί πως η εφαρμογή ενός τέτοιου μηχανισμού θα έπρεπε να γίνεται μόνο κάτω από πολύ συγκεκριμένες συνθήκες. Πιο συγκεκριμένα, η υλοποίηση αυτού του μηχανισμού θα έπρεπε να γίνεται μόνο σε περιπτώσεις που το δημόσιο χρέος είναι ξεκάθαρα μη βιώσιμο. Αυτό σημαίνει ότι η εφαρμογή του προγράμματος θα έπρεπε να ξεκινήσει μόνο σε περίπτωση που διαπιστωνόταν επιστημονικά πως δεν υπάρχει κάποιο σετ μακροοικονομικών πολιτικών που θα μπορούσαν να υλοποιηθούν και να οδηγήσουν το δανειολήπτη να αποκαταστήσει την βιωσιμότητα της οικονομίας του μεσοπρόθεσμα χωρίς την απομείωση της παρούσας αξίας του δημοσίου χρέους του. Σε μια τέτοια περίπτωση, η κυβέρνηση πιθανότατα θα είχε δοκιμάσει να επαναφέρει την οικονομία και το χρέος της σε βιώσιμα επίπεδα αλλά χωρίς αποτέλεσμα. Χώρες που θα κρινόταν πως έχουν βιώσιμο χρέος αλλά που θα επιθυμούσαν την αναδιάρθρωσή του, θα ήταν ελεύθερες να το διαπραγματευτούν ιδιαιτέρως με τους δανειστές τους. Ωστόσο, γίνεται ξεκάθαρα πως σε μια τέτοια περίπτωση δεν θα γινόταν χρήση του SDRM.

Δύο είναι οι βασικές προκλήσεις για τον σχεδιασμό και την εφαρμογή του μηχανισμού αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Πρώτον, πρέπει να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για τα κράτη που έχουν μη βιώσιμο χρέος να διευθετήσουν τα προβλήματά τους με ένα τρόπο που θα προστατεύει την αξία των τίτλων και θα βάλει τις βάσεις για την επαναφορά της σταθερότητας και της ανάπτυξης χωρίς να δώσει τη δυνατότητα παρερμηνείας και κακομεταχείρισής του. Δεύτερον, ο σχεδιασμός του SDRM θα πρέπει να είναι τέτοιος ώστε, με την ενεργοποίησή του, να δημιουργήσει τις συνθήκες και τις προϋποθέσεις τόσο για τους δανειστές όσο και για τους δανειολήπτες να καταλήξουν σε μια συμφωνία αναδιάρθρωσης εντός κάποιου εύλογου χρονικού διαστήματος. Βεβαίως, οι όροι αυτής της συμφωνίας θα πρέπει να είναι σύμφωνοι με τον στόχο της επιστροφής της σταθερότητας και της ανάπτυξης στην οικονομία. Το Ταμείο θα πρέπει να

είναι σε θέση να διαθέσει τους πόρους που απαιτούνται για την εξυπηρέτηση των οικονομικών αναγκών της χώρας που χρειάζεται αναδιάρθρωση χρέους για όσο χρονικό διάστημα συνεχίζονται οι διαπραγματεύσεις.

Ο κατάλληλος σχεδιασμός και εφαρμογή του SDRM υπολογίζεται ότι θα αποφέρει πλεονεκτήματα για όλες τις πλευρές που θα συμμετάσχουν στη διαδικασία της αναδιάρθρωσης του χρέους. Έτσι, οι δανειολήπτες θα επωφεληθούν διότι θα μπορούν να διευθετήσουν το ζήτημα του μη εξυπηρετήσιμου χρέους τους σε ένα σχετικά πρώιμο στάδιο αποφεύγοντας την εξάντληση των συναλλαγματικών τους αποθεμάτων και την ανούσια οικονομική τους εξόντωση. Επιπλέον, θα αύξανε τη δυνατότητα εξασφάλισης της συλλογικής συμμετοχής των πιστωτών στην διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους. Αυτό θα ωφελούσε τόσο τους δανειολήπτες όσο και την πλειοψηφία των δανειστών που ήταν σύμφωνοι με την εφαρμογή του προγράμματος αναδιάρθρωσης. Επιπλέον, οι πιστωτές θα ήταν εξασφαλισμένοι ότι ο δανειολήπτης θα προχωρούσε μονομερώς και αυθαίρετα στην αναδιάρθρωση του χρέους του με απρόβλεπτους όρους. Τέλος, η εφαρμογή του SDRM θα έδινε στους πιστωτές τη δυνατότητα να προβλέψουν με ακρίβεια ποια θα ήταν η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους και το κόστος που θα είχαν από μια τέτοια εξέλιξη. Αυτό θα μετέτρεπε τους τίτλους του δημοσίου σε πιο ελκυστικά εργαλεία επενδύσεων, θα αύξανε την αποτελεσματικότητα των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών και θα συνέβαλε σε μια καλύτερη κατανομή του κεφαλαίου παγκοσμίως.

Το πρόβλημα

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, οι εξελίξεις των τελευταίων ετών στις αγορές και ειδικότερα οι εξελίξεις στη δευτερογενή αγορά των χρηματοοικονομικών τίτλων έχουν βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των αγορών αυξάνοντας τις επιλογές των δανειοληπτών όσον αφορά την εύρεση πόρων αναχρηματοδότησης της οικονομίας τους. Από την άλλη όμως, αυτό έχει συμβάλει στη δημιουργία μιας κοινότητας επενδυτών οι οποίοι χαρακτηρίζονται από ολοένα και μεγαλύτερη διαφορετικότητα και διάχυση. Αποτέλεσμα αυτού είναι η αύξηση της αβεβαιότητας σχετικά με την συμπεριφορά των επενδυτών και της συλλογικής τους δράσης σε περίπτωση που απαιτείται αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους. Αυτό με τη σειρά του καθιστά τους τίτλους του δημοσίου λιγότερο ελκυστικούς και κατά συνέπεια οδηγεί στη μείωση της

εμπορικής τους αξίας προκαλώντας δυσμενείς εξελίξεις τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους δανειολήπτες.

Έως τα τέλη της δεκαετίας του 80 το πρόβλημα της συλλογικής δράσης ήταν περιορισμένο. Αυτό ήταν συνέπεια του γεγονότος ότι το δημόσιο χρέος ήταν συγκεντρωμένο στα χαρτοφυλάκια των μεγάλων εμπορικών τραπεζών. Δηλαδή είχαμε να κάνουμε με έναν σχετικά μικρό αριθμό μεγάλων επενδυτών που χαρακτηρίζονταν από σχετική ομοιογένεια. Επιπλέον, σε αυτές τις περιπτώσεις οι επενδυτές βρίσκονταν κάτω υπό την συνεχή επίβλεψη των αρμοδίων αρχών (π.χ. Κεντρικές Τράπεζες) και επιθυμούσαν να διατηρήσουν καλές σχέσεις με τα κράτη-δανειολήπτες καθώς τα τελευταία αποτελούσαν ίσως τους μεγαλύτερους εμπορικούς συνεργάτες των τραπεζών. Αυτή η κατάσταση αποτελούσε από μόνη της ένα πολύ ισχυρό κίνητρο για την επίτευξη κάποιας συμφωνίας αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους (όταν αυτή ήταν αναπόφευκτη). Οι προσπάθειες για άσκηση συλλογικής δράσης ενισχύονταν και από το συμφέρον των τραπεζών να διατηρήσουν καλές σχέσεις με τις κυβερνήσεις σαν ένδειξη καλής θέλησης για μελλοντικές συνεργασίες.

Η αλλαγή των τελευταίων ετών και η επιλογή των κρατών να χρηματοδοτήσουν το χρέος τους μέσω της έκδοσης ομολόγων έχει περιπλέξει την κατάσταση. Πλέον, οι κυβερνήσεις δεν έχουν άλλες οικονομικές συναλλαγές με τους δανειστές τους και πολλοί από αυτούς τους δανειστές δεν ελέγχονται από κάποια αρμόδια αρχή του επίσημου τομέα. Ο αριθμός και η ποικιλία των δανειστών έχει αυξηθεί προκαλώντας και την αύξηση της διαφορετικότητας των συμφερόντων και της διάθεσης ανάληψης κινδύνου εκ μέρους τους. Αυτές οι εξελίξεις έχουν αυξήσει κατά πολύ την περιπλοκότητα όσον αφορά την οργάνωση των επενδυτών σε σχέση με το παρελθόν. Η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους μπορεί να χρειαστεί τον συντονισμό μεταξύ των κατόχων των ομολόγων, καθώς και των κοινοπρακτικών δανείων και της χρηματοδότησης της αγοράς. Αυτό το πρόβλημα συντονισμού μπορεί να επιδεινωθεί ακόμα περισσότερο όταν υπάρχουν συγκρουόμενα συμφέροντα στις τάξεις των επενδυτών.

Μια τέτοια κατάσταση κάνει εξαιρετικά δύσκολο το εγχείρημα της κυβέρνησης να εξασφαλίσει την επίτευξη μιας συμφωνίας με τους δανειστές. Αυτό θα συμβεί διότι τα συμφέροντα του κάθε μεμονωμένου επενδυτή θα διαφέρουν από τα συμφέροντά του στα πλαίσια του συνόλου της επενδυτικής κοινότητας. Πιο συγκεκριμένα, αν όλοι οι επενδυτές λειτουργούσαν συλλογικά τότε θα αποφάσιζαν να δεχτούν την συμφωνία αναδιάρθρωσης και να

υποστούν περιορισμένες απώλειες στα χαρτοφυλάκιά τους. Αυτό διότι σε διαφορετική περίπτωση ο δανειολήπτης (το κράτος) θα οδηγούταν σε κατάσταση στάσης πληρωμών με κίνδυνο οι δανειστές να χάσουν το σύνολο των αναμενόμενων εσόδων τους από την επένδυσή τους στα συγκεκριμένα κρατικά ομόλογα. Αντίθετα, εάν ο κάθε επενδυτής λειτουργήσει μεμονωμένα, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να μείνει εκτός της διαδικασίας της αναδιάρθρωσης διότι εάν εκτιμά ότι οι άλλοι επενδυτές θα συμμετάσχουν στην αναδιάρθρωση τότε το χρέος θα γίνει βιώσιμο και αυτός θα αποπληρωθεί στο 100% της ονομαστικής αξίας του τίτλου του δημοσίου που κατέχει. Διαφορετικά, εάν εκτιμά ότι οι άλλοι επενδυτές δεν θα συμμετάσχουν στη διαδικασία αναδιάρθρωσης, τότε και πάλι θα θέλει να παραμείνει εκτός της διαδικασίας καθώς θα είχε δυσμενέστερη μεταχείριση (σε σχέση με τους επενδυτές που δεν θα λάβουν μέρος στην αναδιάρθρωση) από μια ενδεχόμενη συμμετοχή του στο πρόγραμμα. Σε κάθε περίπτωση τον συμφέρει να μη συμμετάσχει. Αν όμως με αυτόν τον τρόπο λειτουργήσουν και μεγάλο μέρος των υπολοίπων επενδυτών τότε, η συμμετοχή τους στο πρόγραμμα θα είναι εξαιρετικά περιορισμένη με αποτέλεσμα την αποτυχία του όλου εγχειρήματος. Η διαμόρφωση μια τέτοιας κατάστασης κάνει τους επενδυτές πιο επιφυλακτικούς στο να δεχτούν μια συμφωνία αναδιάρθρωσης, παρατείνοντας έτσι τη διαδικασία και κάνοντας πιο δύσκολη την επίτευξη κάποιας συμφωνίας. Σε περίπτωση που δεν επιτευχτεί κάποια συμφωνία πριν την στάση πληρωμών, και πάλι είναι πιθανόν πολλοί από τους επενδυτές να μην πάρουν μέρος στην αναδιάρθρωση εκτιμώντας ότι θα έχουν καλύτερα αποτελέσματα αν διεκδικήσουν δικαστικά τα χρωστούμενα.

Βασικά χαρακτηριστικά του SDRM

- 1) Αναδιάρθρωση βάσει απόφασης της πλειοψηφίας (majority restructuring).

Όπως και στην περίπτωση των CACs, η δημιουργία ενός τέτοιου μηχανισμού θα έπρεπε να δίνει τη δυνατότητα σε μια συγκεκριμένη πλειοψηφία να πάρει απόφαση σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους η οποία θα δεσμεύει το σύνολο των δανειστών. Όσον αφορά τους δανειστές, αυτό θα αύξανε την εμπιστοσύνη για την επίτευξη κάποιας συμφωνίας καθώς δεν θα υπήρχε πια ο κίνδυνος εμφάνισης των επονομαζόμενων «ελεύθερων καβαλάρηδων» που θα επιθυμούσαν να πιέσουν τα πράγματα προς την αντίθετη κατεύθυνση επιδιώκοντας την

αποπληρωμή των τίτλων τους στο 100% της ονομαστικής τους αξίας. Αυτό θα διόρθωνε το πρόβλημα της ίσης μεταχείρισης μεταξύ των πιστωτών. Όσον αφορά τους δανειολήπτες, θα αύξανε την πιθανότητα επιτυχίας του εγχειρήματος δια μέσου της αύξησης της συμμετοχής των δανειστών στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης εντός κάποιου σχετικά σύντομου χρονικού διαστήματος. Επιπλέον, με αυτό τον τρόπο, εξαλείφεται η πιθανότητα δικαστικών μέτρων εις βάρος του δανειολήπτη από τους πιστωτές που δεν επιθυμούν την αναδιάρθρωση.

Σε αντίθεση με την περίπτωση των CACs, που είναι ρήτρα τα οποία αφορούν μόνο συγκεκριμένη κατηγορία ομολόγων και δεσμεύουν μόνο όσους έχουν στην κατοχή τους αυτά τα ομόλογα, το SDRM προβλέπει ότι οι όροι αναδιάρθρωσης της πλειοψηφίας θα έχουν μια γενική ισχύ. Δηλαδή, θα εφαρμόζονται σε όλα τα ομόλογα (ανεξαρτήτως του δικαίου στο οποίο υπάγονται), αλλά και στις άλλες δανειακές συμβάσεις όπως είναι τα τραπεζικά κοινοπρακτικά δάνεια προς το δημόσιο καθώς και το εσωτερικό δημόσιο χρέος. Η εφαρμογή ενός τέτοιου προγράμματος θα πρέπει να ισχύσει για όλες τις μορφές του ιδιωτικού δανεισμού προς το δημόσιο ώστε να μπορεί να διευθετήσει το πρόβλημα της συλλογικής συμμετοχής. Ιδανικά, ένα τέτοιο πρόγραμμα θα έπρεπε να αρχίζει να εφαρμόζεται πριν το δημόσιο αδυνατήσει να εξυπηρετήσει κάποια δόση του αρχικού χρέους. Εμπειρικά έχει παρατηρηθεί πως η αποφυγή μιας στάσης πληρωμών προστατεύει την αξία των τίτλων χρέους – συμπεριλαμβανομένης και της αξίας τους στη δευτερογενή αγορά - και ελαχιστοποιεί την πιθανότητα του οικονομικού αποκλεισμού του συγκεκριμένου κράτους από τις διεθνείς αγορές.

2) Υποχρέωση των πιστωτών να παραμείνουν στην διαδικασία αναδιάρθρωσης (stay on enforcement)

Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για αναδιάρθρωση, σε περίπτωση που υπάρχει στάση πληρωμών πριν την επίτευξη της συμφωνίας οι πιστωτές είναι υποχρεωμένοι να συνεχίζουν τις διαπραγματεύσεις χωρίς να ασκήσουν κάποια νομική δίωξη εναντίον του δημοσίου του κράτους που αδυνατεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Με αυτό τον τρόπο εξαλείφεται η πιθανότητα διακοπής των διαπραγματεύσεων εξαιτίας της κάποιας δικαστικής διαμάχης μεταξύ του δημοσίου και των πιστωτών. Η λήψη δικαστικών μέτρων σε αυτή την χρονική περίοδο προβλέπεται και από τα ρήτρα συλλογικής δράσης, ωστόσο και

πάλη αφορά μόνο την συγκεκριμένη κατηγορία ομολόγων και όχι το σύνολο του χρέους όπως προβλέπει το SDRM.

- 3) Προστασία των συμφερόντων των πιστωτών (protecting creditor interest) - Ένα SDRM θα πρέπει να εξασφαλίσει στους πιστωτές ότι τα συμφέροντά τους θα προστατεύονται για όσο χρονικό διάστημα αυτοί συμμετέχουν στην διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους.
 - a. Το δημόσιο δεν θα πρέπει να πληρώνει άλλους δανειστές οι οποίοι δεν έχουν προτεραιότητα. Αυτό θα βοηθήσει ώστε να μην σπαταληθούν οι πόροι που θα χρειαστούν για την αποπληρωμή του συνόλου των πιστωτών.
 - b. Να εξασφαλιστεί ότι το δημόσιο ακολουθεί τέτοιες οικονομικές πολιτικές που θα έχουν ως αποτέλεσμα την προστασία της αξίας των τίτλων που έχει εκδώσει. Σε περίπτωση που το πρόγραμμα αναδιάρθρωσης γίνει σε συνεργασία με το Δ.Ν.Τ., αυτά τα ζητήματα λαμβάνονται πάντα υπόψη.
- 4) Προτεραιότητα στην χρηματοδότηση (priority financing). Ο μηχανισμός αναδιάρθρωσης θα πρέπει να συνοδεύεται και από έναν άλλον επιπρόσθετο μηχανισμό ο οποίος θα εξασφαλίσει την παροχή οικονομικών πόρων υπό την μορφή νέου χρήματος από τους πιστωτές προς τον δανειολήπτη για όσο χρονικό διάστημα πραγματοποιούνται οι διαπραγματεύσεις. Είναι σημαντικό και για τις δύο πλευρές να εξασφαλιστεί ότι η ποσότητα αυτού του νέου χρήματος που θα παρέχεται θα είναι η κατάλληλη. Αυτό θα περιορίσει το βαθμό της οικονομικής ολίσθησης και κατά συνέπεια θα δώσει τη δυνατότητα στο δανειολήπτη να δημιουργήσει νέο πλούτο ώστε να είναι σε θέση να αποπληρώσει το χρέος του στο μέλλον, κυρίως τις αποπληρωμές ως προς τους προτιμητέους δανειστές (π.χ. Δ.Ν.Τ., Κεντρικές Τράπεζες κλπ).

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα που πρέπει να εξεταστεί πολύ προσεκτικά στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του χρέους σύμφωνα με το SDRM είναι και αυτό της αντιμετώπισης του εσωτερικού δημοσίου χρέους. Συνήθως, μεγάλο μέρος του κρατικού χρέους βρίσκεται στα χαρτοφυλάκια των εγχωρίων πιστωτών. Οι τελευταίες εξελίξεις και η ολοκλήρωση των αγορών, καθώς και η δυνατότητα αγοροπωλησιών των τίτλων στη δευτερογενή αγορά έχουν κάνει πιο δύσκολο τον εντοπισμό αυτής της κατηγορίας επενδυτών.

Σε καθαρά θεωρητικό επίπεδο υποστηρίζεται ότι το εσωτερικό δημόσιο χρέος θα έπρεπε να εξετάζεται ανά περίπτωση. Ωστόσο, στην πράξη ένα επιτυχημένο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης μπορεί να χρειαστεί να περιλαμβάνει και αναδιάρθρωση του εγχωρίου δημοσίου χρέους ώστε να επαναφέρει το χρέος σε βιώσιμο επίπεδο. Επιπλέον, υπάρχει ο κίνδυνος άρνησης συμμετοχής στη διαδικασία εκ μέρους των ξένων πιστωτών σε περίπτωση που αυτοί κρίνουν ότι δεν αντιμετωπίζονται ισόνομα σε σχέση με τους εγχωρίους δανειστές. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την αποτυχία των αναδιαπραγματεύσεων.

Επίσης, μια αναδιάρθρωση του χρέους δεν θα πρέπει να βάλει σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του εγχωρίου τραπεζικού συστήματος, ώστε αυτό να συνεχίζει να παίζει το ρόλο του «ενδιάμεσου» για τις αποταμιεύσεις του εσωτερικού και τις ξένες επενδύσεις. Ένα άλλο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη πρέπει να είναι και οι επιπτώσεις που θα είχε η αναδιάρθρωση στις αγορές κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει να προσεχθεί ώστε τα οφέλη από την αναδιάρθρωση να μην εξουδετερωθούν από έναν μελλοντικό αποκλεισμό της χώρας από τις αγορές κεφαλαίου στο μέλλον.

Όλα τα παραπάνω χαρακτηριστικά, θα έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός πλαισίου που θα επιτρέπει την πραγματοποίηση μιας εύρυθμης και γρήγορης αναδιάρθρωσης του χρέους. Το πιο σημαντικό είναι ότι ο μηχανισμός θα διευθετήσει το πρόβλημα της συλλογικής συμμετοχής και θα μειώσει σημαντικά το κόστος της αναδιάρθρωσης. Επιπλέον, η επίτευξη των διαδικασιών θα αυξήσει σημαντικά την πιθανότητα πραγματοποίησης κάποιας συμφωνίας αναδιάρθρωσης πριν την στάση πληρωμών, προστατεύοντας με αυτό τον τρόπο την αξία των τίτλων. Τέλος, η προβλεψιμότητα και η δυνατότητα της επιβολής της πλειοψηφίας θα προκαλέσει τη σχετικά γρήγορη και χωρίς χρονοτριβές συλλογική οργάνωση των επενδυτών.

Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.

Το Ταμείο θα συνεχίζει να παίζει σημαντικό ρόλο σε όλα τα στάδια της διαδικασίας. Πιο συγκεκριμένα:

- 1) Το Ταμείο θα είναι ο βασικός εισηγητής για να κρίνει πότε θα πρέπει να γίνει η αναδιάρθρωση του χρέους και ποιο θα πρέπει να είναι το ύψος της. Ένα κράτος που

αντιμετωπίζει δυσκολίες αποπληρωμής του χρέους του, αρχικά προσεγγίζει το Δ.Ν.Τ. για την εξασφάλιση χρηματοδότησης ώστε να αποφύγει μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση του χρέους του καθώς και τις δυσμενείς οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις που μπορεί να προκύψουν από μια τέτοια αναδιάρθρωση. Αμέσως μετά, το Δ.Ν.Τ. θα πρέπει να αποφασίσει εάν το χρέος της συγκεκριμένης χώρας είναι όντως μη βιώσιμο. Εάν το χρέος κριθεί μη βιώσιμο, τότε το Ταμείο θα πρέπει να προσδιορίσει την διαθεσιμότητα και το μέγεθος της χρηματοδότησης που το ίδιο το Δ.Ν.Τ. είναι πρόθυμο να προσφέρει. Επομένως, η διαθεσιμότητα των πόρων του Δ.Ν.Τ. θα αποτελέσει έναν από τους βασικούς παράγοντες που θα καθορίσουν εάν θα υπάρξει ή όχι στάση πληρωμών.

- 2) Μετά την στάση πληρωμών, ένα κράτος θα πρέπει να συνεργαστεί με το Δ.Ν.Τ. για τη δημιουργία του κατάλληλου πλαισίου αναδιοργάνωσης της οικονομίας και να διαπραγματευτεί την αναδιάρθρωση του χρέους με τους πιστωτές του. Συνήθως, ένα πρόγραμμα που έχει την έγκριση του Ταμείου αποτελεί και το τελικό πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους.
- 3) Το Δ.Ν.Τ. όταν αποφασίζει να υποστηρίξει μια χώρα θα πρέπει να λάβει υπόψη δύο σημαντικές αξιολογήσεις. Πιο συγκεκριμένα το Ταμείο θα πρέπει να αξιολογήσει εάν:
 - a. Η συμφωνία αναδιάρθρωσης είναι συμβατή με το στόχο της οικονομικής προσαρμογής της χώρας αυτής.
 - b. Ο τρόπος που έχει αποφασιστεί να γίνουν οι πληρωμές μεσοπρόθεσμα είναι συμβατός με την απαίτηση για ένα βιώσιμο αναδιαρθρωμένο χρέος.

Το λειτουργικό πλαίσιο

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως το Δ.Ν.Τ. καλείται να παίξει έναν κεντρικό ρόλο στα πλαίσια του SDRM. Έτσι το Ταμείο θα έχει τη δύναμη να πάρει αποφάσεις:

- 1) Η υποχρέωση του πιστωτή να παραμείνει στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων αναδιάρθρωσης θα ενεργοποιηθεί μόνο σε περίπτωση που υπάρχει διαβεβαίωση από το Δ.Ν.Τ. ότι το χρέος είναι μη βιώσιμο και ότι υλοποιούνται ήδη ή αναμένεται να υλοποιηθούν σύντομα μέτρα τα οποία θα αποσκοπούν στην ανάκτηση της χρηματοοικονομικής βιωσιμότητας.

- 2) Κάθε αίτημα για παράταση της παραμονής του πιστωτή στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων θα πρέπει να συνοδεύεται και από μια απόφαση του Δ.Ν.Τ. ότι όχι μόνο η υλοποίηση των κατάλληλων πολιτικών συνεχίζεται αλλά και ότι υπάρχει κάποια πρόοδος στις συζητήσεις μεταξύ της συγκεκριμένης χώρας και των πιστωτών της.
- 3) Η συμφωνία αναδιάρθρωσης μεταξύ της χώρας-δανειολήπτη και της πλειοψηφίας των πιστωτών θα πρέπει να έχει την έγκριση του Δ.Ν.Τ. ως προαπαιτούμενη συνθήκη για την αποτελεσματικότητά της. Μια τέτοια έγκριση θα βασίζεται πάντα στην εκτίμηση ότι η υλοποίηση της συγκεκριμένης συμφωνίας θα οδηγήσει το χρέος σε βιώσιμα επίπεδα.

Η υλοποίηση του SDRM

Σύμφωνα με την Kueger (2002) υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους ένας τέτοιος μηχανισμός θα μπορούσε να υλοποιηθεί αποτελεσματικά μέσω της εγκαθίδρυσης κάποιας διεθνούς συνθήκης υποχρεώσεων.

- 1) Θα μπορούσε να προλαμβάνει την καταστρατήγηση. Αν ένα νομικό πλαίσιο είχε μόνο τοπικό χαρακτήρα και είχε νομική ισχύ μόνο σύμφωνα με ορισμένα νομικά καθεστάτα, τότε αυτό θα έδινε τη δυνατότητα στους πιστωτές να έχουν δικαστικές διεκδικήσεις έναντι των κρατών εκμεταλλευόμενοι το νομικό πλαίσιο χωρών που δεν υιοθετούν πρακτικές εφαρμογής ποινών σε περίπτωση μη συμμετοχής σε ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του χρέους αλλά που οι αποφάσεις τους αναγνωρίζονται σύμφωνα με άλλες συνθήκες ή τοπικούς νόμους.
- 2) Μια διεθνής συνθήκη θα εξασφάλιζε την ομοιομορφία της ερμηνείας του νόμου.
- 3) Θα διευθετούσε το πρόβλημα του «ελεύθερου καβαλάρη». Χωρίς μια διεθνή συνθήκη, τα κράτη θα ήταν απρόθυμα να εφαρμόσουν τέτοιους νόμους μέχρι να σιγουρευτούν ότι και τα υπόλοιπα κράτη έχουν πράξει το ίδιο.
- 4) Η δημιουργία μιας τέτοιας συνθήκης διευκολύνει και την εγκαθίδρυση ενός μοναδικού δικαστικού σώματος που θα έχει την αποκλειστική νομιμοποίηση να αποφασίσει για όλες τις δικαστικές διαμάχες που μπορεί να προκύψουν μεταξύ του κράτους-δανειολήπτη και των πιστωτών του.

Τέλος, ένα από τα στοιχεία που θα έκανε πιο αποτελεσματικό το SDRM είναι το γεγονός ότι στα πλαίσια αυτού του μηχανισμού δεν θα απαιτούνταν η ομοφωνία των δανειστών για την πραγματοποίηση μιας αναδιάρθρωσης του χρέους. Σύμφωνα με τον μηχανισμό αυτό μια τέτοια απόφαση θα μπορούσε να παρθεί αν σε μια συνεδρίαση θα παρευρίσκονταν τα τρία πέμπτα των δανειστών από τους οποίους το 85% θα συμφωνούσαν σε ένα συγκεκριμένο πλαίσιο αλλαγής των όρων που χαρακτήριζαν το προηγούμενο χρέος το οποίο επιβεβαιωμένα είχε κριθεί μη βιώσιμο και χρειαζόταν αναδιάρθρωση. Επιπλέον, δεδομένων των πλεονεκτημάτων που έχουν τα κράτη-μέλη του Δ.Ν.Τ., θα ήταν σχεδόν απίθανο κάποιο από αυτά να διακινδύνευε αυτή τη σχέση προκειμένου να μην συμμετάσχει στο SDRM.

4.3 Κώδικας Καλής Συμπεριφοράς (Code of Good Conduct)

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, για τη διευθέτηση του προβλήματος της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους υπάρχουν δύο βασικές προσεγγίσεις οι οποίες έχουν προταθεί. Η πρώτη είναι αυτή της διευθέτησης του ζητήματος μέσω της ενσωμάτωσης των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs) στις δανειακές συμβάσεις και η δεύτερη της «εκ του νόμου» διευθέτησης η οποία υποστηρίζει τη δημιουργία ενός μηχανισμού αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους (SDRM). Ενώ έχει γίνει κάποια πρόοδος σχετικά με την ενσωμάτωση των ρητρών CACs στις νέες δανειακές συμβάσεις, η πρόταση για τη δημιουργία του SDRM έχει μείνει στάσιμη. Το «2003 IMF Spring Meetings» αποφάσισε πως δεν ήταν εφικτό σε εκείνη τη φάση να προχωρήσει το ζήτημα αυτό παρόλο που αναγνώρισε ότι η δουλειά θα έπρεπε να συνεχιστεί.

Σε ανταπάντηση όλων αυτών των εξελίξεων, η διεθνής κοινότητα και ο ιδιωτικός τομέας έχουν εκφράσει την πρόθεσή τους για τη δημιουργία ενός «Κώδικα Καλής Συμπεριφοράς» ο οποίος προτάθηκε αρχικά από τον πρώην διοικητή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, J.C.Trichet. Αυτός ο κώδικας έχει σκοπό να αναπτύξει και να καθιερώσει κάποιες βασικές αρχές οι οποίες θα έπρεπε να υιοθετηθούν από όλους τους ενδιαφερομένους και θα έπρεπε να αποτελούν τον οδικό χάρτη της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του χρέους. Επιπλέον, αυτός ο κώδικας περιλαμβάνει ένα εύρος χρηματοοικονομικών εργαλείων (όπως είναι τα CACs) και διαδικασιών οι οποίες θεωρούνται ως οι καλύτερες από τη διεθνή οικονομική κοινότητα. Ο

κώδικας αυτός διευκρινίζει ποιες είναι οι απαιτήσεις από όλες τις εμπλεκόμενες πλευρές σε περίπτωση ανάγκης αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους κάποιας χώρας.

Ο συγκεκριμένος κώδικας αποσκοπεί να αποσαφηνίσει και να βελτιώσει τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Επιπλέον, επιδιώκει να εντοπίσει τρόπους αλληλεπίδρασης μεταξύ του επίσημου και ιδιωτικού τομέα.

Βασικές αρχές

Ο Κώδικας περιλαμβάνει τις παρακάτω έξι βασικές αρχές:

- 1) Έγκαιρος και τακτικός διάλογος. Ένας τέτοιος διάλογος θα βασίζεται στην εμπιστοσύνη μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών. Εκτιμάται ότι ένας τακτικός και συνεχιζόμενος διάλογος, θα μείωνε την υπερβολική αντίδραση των αγορών στις περιπτώσεις που ο δανειολήπτης ανακοινώνει την έναρξη των διαδικασιών αναδιάρθρωσης. Επιπλέον, όταν αυτός ο διάλογος βασίζεται στις αρχές της καλής πίστεως και της παροχής του έγκυρης πληροφόρησης, θα οδηγούσε στον πιο έγκαιρο εντοπισμό των αδυναμιών εξυπηρέτησης του χρέους. Τέλος, μια τέτοια διαδικασία θα εξασφάλιζε και την ευρεία συμμετοχή των δανειστών σε μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση.
- 2) Διαφάνεια στην πληροφόρηση. Οι ενδιαφερόμενες πλευρές θα πρέπει να εγγυώνται ότι η πληροφόρηση που παρέχουν στην άλλη πλευρά κατά τη διαδικασία των συζητήσεων είναι έγκυρη και ακριβής. Σε αυτή την πληροφόρηση θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στοιχεία για την οικονομική κατάσταση της χώρας και ιδιαίτερος για την ικανότητά της να εξυπηρετήσει το χρέος της.
- 3) Δίκαιη εκπροσώπηση των πιστωτών. Η δίκαιη εκπροσώπηση των επενδυτών θεωρείται μία από τις βασικές προϋποθέσεις για την επίτευξη της τελικής συμφωνίας μεταξύ των πλευρών καθώς είναι ίσως το πιο σημαντικό στοιχείο για την εξασφάλιση της μαζικής συμμετοχής εκ μέρους των επενδυτών στο πρόγραμμα.
- 4) Συγκρισιμότητα στην αντιμετώπιση των διαφόρων πιστωτών. Από την πρώτη στιγμή που ξεκινούν οι διαπραγματεύσεις, οι πιστωτές θα πρέπει να αισθάνονται ότι αντιμετωπίζονται επί ίσοις όροις σε σχέση με τους υπολοίπους. Πρέπει για παράδειγμα να σιγουρευτούν ότι το βάρος της αναδιάρθρωσης θα κατανεμηθεί δίκαια και δεν θα

υπάρχουν εξαιρέσεις (free riders). Αυτή η δίκαιη αντιμετώπιση θεωρείται βασική για την εξασφάλιση της συμμετοχής τους στο πρόγραμμα.

- 5) Αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους. Μια επιτυχημένη αναδιάρθρωση του χρέους θα έπρεπε να εξασφαλίσει ότι το χρέος μεσοπρόθεσμα θα ξαναγίνει βιώσιμο.
- 6) Προστασία, αποκατάσταση και ενδυνάμωση των σχέσεων μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών. Αυτό βασίζεται στην αρχή της καλής πίστης που πρέπει να διέπει το διάλογο μεταξύ των δύο πλευρών. Έτσι, από τη μία οι πιστωτές όταν θα προτείνουν το ύψος της αναδιάρθρωσης θα πρέπει να λάβουν υπόψη τις απώλειες που θα υποστούν οι δανειστές. Από την άλλη, και οι δανειστές θα πρέπει να κατανοήσουν ότι υπάρχουν περιπτώσεις όπου η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους είναι αναπόφευκτη.

Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή αυτής της ενότητας, ο Κώδικας θα πρέπει να αποτελεί έναν οδικό χάρτη όχι μόνο για τους πιστωτές και τα κράτη-δανειολήπτες αλλά ταυτόχρονα πρέπει να περιγράφει με ακρίβεια τον ρόλο που καλούνται να παίξουν κατά τη διάρκεια μια κρίσης χρέους οι διεθνείς οικονομικοί φορείς και ιδιαίτερος το Δ.Ν.Τ.. Όσον αφορά τους δανειολήπτες ο Κώδικας θα πρέπει να διευκολύνει την πρόσβασή τους στις αγορές μετά την κρίση ενώ όσον αφορά τους πιστωτές ο Κώδικας θα πρέπει να ελαττώσει την αβεβαιότητα της διαδικασίας αναδιάρθρωσης χωρίς να αυξήσει τον ηθικό κίνδυνο. Δεδομένου του ανεπίσημου χαρακτήρα του, αυτός ο Κώδικας δεν θα μπορεί να επιβάλει ποινές για του πιστωτές που δεν θα συμμετάσχουν στην διαδικασία αναδιάρθρωσης. Ωστόσο, θα μπορούσαν να βρεθούν τρόποι έτσι ώστε να αποθαρρυνθούν τέτοιες συμπεριφορές εξαιτίας της αρνητικής επίπτωσης που αυτές θα είχαν στη φήμη και την υπόληψη του πιστωτή.

Εξέταση Σεναρίων

Ο Κώδικας πρέπει να προβλέπει τις κινήσεις που πρέπει να γίνουν ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες της κατάστασης. Παρακάτω αναφέρονται τρία βασικά σενάρια:

- 1) Ελάφρυνση βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών πιέσεων όταν το χρέος, μεσοπρόθεσμα, θεωρείται βιώσιμο. Στην περίπτωση αυτή, οι εμπλεκόμενες πλευρές θα

πρέπει να ξεκινήσουν τις συζητήσεις για την επίτευξη μιας συμφωνίας για την αποφυγή της επιδείνωσης της κατάστασης.

- 2) Αναδιαπραγμάτευση μη βιώσιμου χρέους αλλά χωρίς να έχει υπάρξει στάση πληρωμών. Στην περίπτωση αυτή προβλέπεται ο σχεδιασμός ενός προγράμματος οικονομικής εξυγίανσης το οποίο θα επαναφέρει την βιωσιμότητα του χρέους μεσοπρόθεσμα. Η εφαρμογή των διαδικασιών και των αρχών του Κώδικα, όπως αυτές αναφέρονται πιο πάνω, θα επιτρέπει τους δανειστές και τους δανειολήπτες να διαπραγματευτούν τους νέους όρους έγκαιρα πριν η κατάσταση επιδεινωθεί.
- 3) Αναδιαπραγμάτευση μη βιώσιμου χρέους αφότου έχει υπάρξει στάση πληρωμών. Στην περίπτωση αυτή, η εφαρμογή των διαδικασιών και των αρχών του Κώδικα αναμένεται να διαβεβαιώσει την αμοιβαία καλή διάθεση για εύρεση λύσης και να μειώσει σημαντικά την πιθανότητα μιας μονομερούς αναδιάρθρωσης. Επίσης, προβλέπεται η υλοποίηση ενός προγράμματος οικονομικής αναπροσαρμογής (που θα έχει την έγκριση του Δ.Ν.Τ.) σε συνδυασμό με την παροχή δανείων για την αποπληρωμή των καθυστερούμενων δόσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εμπειρία της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης των τελευταίων ετών έδειξε ότι το πρόβλημα της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους αποτελεί ένα από τα βασικά ζητήματα τα οποία απαιτούν την προσοχή των ερευνητών. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η μεγάλη εξειδίκευση των χρηματοοικονομικών εργαλείων και το τεράστιο εύρος των επενδυτών που δραστηριοποιούνται σήμερα σε αυτές τις αγορές, απαιτεί την αναθεώρηση πολλών διαδικασιών που ακολουθούνται κατά τη διάρκεια αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους.

Στα πλαίσια αυτής της εργασίας έγινε μια προσπάθεια να περιγραφούν οι βασικές προσεγγίσεις αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους που έχουν ακολουθηθεί έως σήμερα και στη συνέχεια παρουσιάστηκαν και οι νέες μέθοδοι αναδιάρθρωσης που έχουν προταθεί. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι το γεγονός ότι το παρόν πλαίσιο αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους παρουσιάζει αρκετές αδυναμίες και δεν μπορεί να δώσει κάποια ολοκληρωμένη λύση στο πρόβλημα. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε πως κανένα από τα πλαίσια που υπάρχουν δεν μπορεί να καλύψει εξ ολοκλήρου το ζήτημα της αναδιάρθρωσης. Έτσι, στα πλαίσια του Paris Club είδαμε ότι μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο το ζήτημα της αναδιάρθρωσης του διμερούς διακρατικού χρέους. Από την άλλη, στα πλαίσια του London Club είδαμε ότι μπορεί να δοθεί λύση μόνο για εκείνο το κομμάτι του δημοσίου χρέους που βρίσκεται στην κατοχή των εμπορικών τραπεζών. Όσον αφορά την μέθοδο της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους μέσω της ανταλλαγής των ομολόγων στα πλαίσια της ελεύθερης αγοράς, είδαμε ότι αυτή η μέθοδος προς το παρόν παρουσιάζει αρκετές αδυναμίες καθώς βασίζεται στην ενσωμάτωση των CACs στις δανειακές συμβάσεις και πολύ μεγάλο μέρος των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί μέχρι σήμερα, δεν περιλαμβάνουν τέτοιου είδους ρήτρες συλλογικής δράσης. Τέλος, όσον αφορά την μονομερή αναδιάρθρωση του χρέους, επισημάνθηκε πως αυτή η τακτική ισοδυναμεί με μερική στάση πληρωμών και η επιλογή μιας τέτοιας μεθόδου αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, μπορεί να έχει πολύ μεγάλο συστημικό ρίσκο.

Οι αδυναμίες των υπαρχουσών μεθόδων αναδιάρθρωσης έχουν οδηγήσει τους ερευνητές στο να αναζητήσουν νέες προτάσεις αναδιάρθρωσης. Οι πιο σημαντικές από αυτές τις προτεινόμενες προσεγγίσεις είναι αυτή της «Δια της Σύμβασης» και αυτή της «Εκ του Νόμου» προσέγγιση. Σύμφωνα με την πρώτη μέθοδο προτείνεται η ενσωμάτωση ρητρών συλλογικής δράσης στις νέες δανειακές συμβάσεις. Αυτές οι ρήτρες θα περιγράφουν με ακρίβεια τους όρους με τους οποίους θα γίνει μια αναδιάρθρωση του χρέους σε περίπτωση που μια χώρα αδυνατεί να ανταποκριθεί στις δανειακές της υποχρεώσεις. Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή, η κάθε περίπτωση θα αντιμετωπίζεται ξεχωριστά ανάλογα με τους όρους που προβλέπει η δανειακή σύμβαση. Αντίθετα, η «Εκ του Νόμου» προσέγγιση προβλέπει τη δημιουργία ενός Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους ο οποίος θα ισχύει διεθνώς και στα πλαίσια του οποίου θα πρέπει να αντιμετωπίζονται όλες οι πιθανές περιπτώσεις αναδιάρθρωσης. Τέλος, οι παράγοντες των διεθνών αγορών έχουν προτείνει μια τρίτη προσέγγιση η οποία βασίζεται στην ακολουθία ενός «Κώδικα Καλής Συμπεριφοράς». Αυτός ο κώδικας στην ουσία επιδιώκει να κρατήσει σε συνεχή επαφή τους πιστωτές με τους δανειολήπτες ώστε να υπάρχει πιο έγκαιρη αντιμετώπιση των προβλημάτων αναδιάρθρωσης του χρέους.

Από την ανάλυση προκύπτει πως καμία από τις προτεινόμενες μεθόδους δεν δείχνει να υπερέχει των υπολοίπων. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η «Δια της Σύμβασης» προσέγγιση έχει κάνει σημαντική πρόοδο καθώς οι περισσότερες από τις νέες δανειακές συμβάσεις εμπεριέχουν ρήτρα συλλογικής δράσης. Αντίθετα, όσον αφορά τις άλλες δυο προσεγγίσεις δεν υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι στο άμεσο μέλλον θα γίνουν κάποια βήματα για την υλοποίησή τους. Το πιο σημαντικό παραμένει το γεγονός ότι το ζήτημα της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους αποτελεί ένα ανοιχτό θέμα που χρήζει διερεύνησης και συνεχούς παρακολούθησης της εξέλιξής του.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Allen F., Gale D., (1994), “Financial Innovation and Risk Sharing”, *Cambridge, Mass.:MIT Press*.

Arora A., Caminal R.O., (2004), “Rethinking the Sovereign Debt Restructuring Approach”, *Law and Business Review of Americas Vol.9*.

Batra A., (2002), “Sovereign Debt Restructuring”, *Indian Council for Research on International Economic Relations*.

Buchheit L.C., Gulati G.M., (2000), “Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges”, *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*:

http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231551

Couillault B., Weber P.F., (2003), “Towards a Voluntary Code of Good Conduct for Sovereign Debt Restructuring”, *Banque de France*.

Darvas Z., (2011), “Debt Restructuring in the Euro Area: A Necessary but Manageable Evil?”, *Bruegel Policy Contribution*.

Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch Ch., (2012), “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Concepts, Literature Survey and Stylized Facts”, *IMF Working Paper 12/203*.

Dey J., (2008), “Sovereign Debt Restructuring: Search for an Optimum Voting Threshold”, *University of Warwick UK*.

Diaz-Cassou J., Erce- Dominguez A., Vazquez-Zamora J., (2008), “Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. A Case Study”, *Banco de Espana*.

Eichengreen B., Mody A., (2000), “Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, *NBER Working Paper 7458*.

Eichengreen B., (2003), “Restructuring Sovereign Debt”, Διαθέσιμο στο: emlab.berkeley.edu.

Hellenic Republic, Ministry of Finance, (2012), “Summary Terms of the New Bonds to be Issued by the Republic”, *Press Release*.

ISDA, (2003), “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”, *International Swaps and Derivatives Association Inc*, Διαθέσιμο στο:
ebookbrowse.com/gdoc.php?id=334322053&url=50813a12b32141fd0860e1e07903b686

ISDA, (2012), “Greek Sovereign CDS Credit Event Frequently Asked Questions (FAQ)”, *International Swaps and Derivatives Association, Inc*.

Krueger A.O., (2002), “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, *International Monetary Fund*.

Lambert T, (2011), “Debt Restructuring Experience: The Paris Club”, *Lazard*.

Paris Club,(2009), “Annual Report 2008”, *Paris Club*.

Paulus C.G., (2008), “ The Evolution of the Concept of Odious Debts”, <http://www.zaoerv.de/>

Rahman R., Chatellier R., (2010), “EM Profile: Ten Takeaways from EM Sovereign Debt Restructuring”, *Morgan Stanley*.

Randall D., (2002), “Sovereign Debt Restructuring”, *The Financier vol. 9*.

Rieffel L.,(2003) “Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery”, *Brookings Institution Press*.

Roubini N., Sester B., (2003), “Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Prospect Solutions, and a Roadmap for Reform”, *Paper Prepared for the Conference on «Improving the Sovereign Debt Restructuring Process»*.

Roubini N., Nowakowski D., (2011), “CDS and Debt Restructuring: Does the Existence of Credit Derivatives Make Restructuring Harder?”, *RGE Analysis*. Available at <http://www.roubini.com/analysis/153941.php>.

Schwarcz S.L., (2011), "Sovereign Debt Restructuring Options: An Analytical Comparison", *Harvard Business Law Review*.

Tamura K., (2002), "The Problem of Sovereign Debt Restructuring: How can we Deal with Holdout Problem Legally?", *Harvard Law School- International Finance Seminar*

Wright M.L.J., (2011), "Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects", *NBER*.