

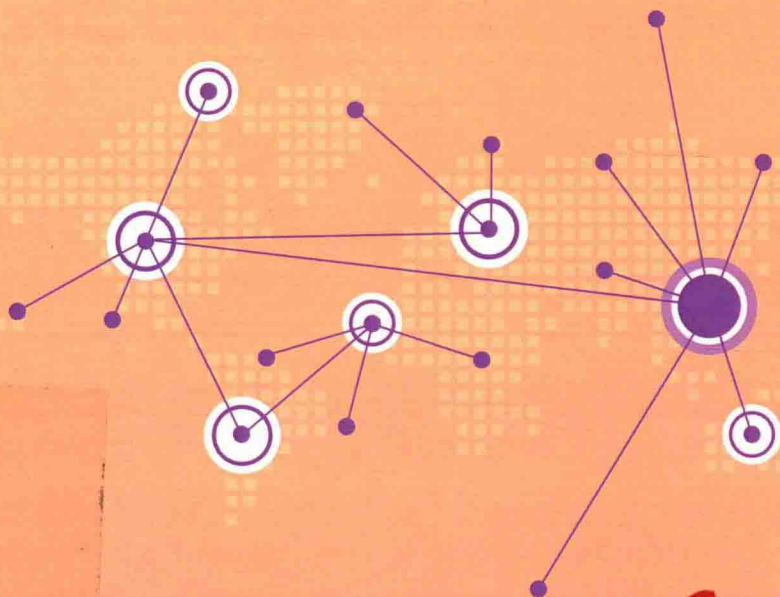
臺大WTO中心叢書06

國際投資條約 適用於主權債務重整

法律問題及未來發展方向

Sovereign Debt Restructuring under
International Investment Agreement:
The Legal Issues and Policy Suggestions

詹凱惟 著



元照

臺大WTO中心叢書系列6

國際投資條約適用於 主權債務重整 法律問題及未來改革方向

詹凱惟 著

元照出版公司

國家圖書館出版品預行編目資料

國際投資條約適用於主權債務重整：法律問題及
未來改革方向／詹凱惟著．-- 初版．-- 臺北市：
元照， 2015. 05
面； 公分．--（臺大WTO中心叢書系列；6）
ISBN 978-986-255-582-8（平裝）

1.投資法規 2.論述分析 3.國際投資

563.51

104001825

國際投資條約適用於 主權債務重整 法律問題及未來改革方向

5D345RA

2015 年 5 月 初版第 1 刷

作 者 詹凱惟
出 版 者 元照出版有限公司
100 臺北市館前路 18 號 5 樓
網 址 www.angle.com.tw
定 價 新臺幣 300 元
專 線 (02)2375-6688
傳 真 (02)2331-8496
郵政劃撥 19246890 元照出版有限公司

Copyright © by Angle publishing Co., Ltd.

登記證號：局版臺業字第 1531 號

ISBN 978-986-255-582-8

序 文

主權債務重整（Sovereign Debt Restructuring, SDR）一直都是國家處理主權債務違約問題的重要機制，然而主權債務重整大多採取扣減外國債權人之債務數額方式，達到減量債務之目的，因此主權債務重整其實含有債務國與債權人間利益衝突之法律問題。如此棘手的問題在國際間欠缺統一處理主權債務重整之機制或者法規範時，更凸顯問題之嚴重性。特別是對主權債務投資人權益保障方面，始終欠缺有效爭端解決程序，外國債權人因此無法適用有效法律救濟途徑，尋求彌補債務國實施債務重整時所造成之損失。這樣的情形卻在 *Abaclat and others v. Argentina Republic* 與 *Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentine Republic*，兩起以阿根廷政府為被告之投資仲裁案件提起後出現轉變。各界開始關注國際投資條約適用於主權債務重整案件之情形。投資條約是否可能成為外國債券持有人在重整案件下的救濟途徑？投資條約是否有可能填補主權債務重整欠缺國際間統一法規制之問題？而投資條約介入主權債務重整究竟會對該機制產生何種影響，以及目前各國所簽署之投資條約對此問題之規範與態度如何？這些問題皆引發支持與反對兩派意見爭論。

為尋求這些問題解答，本文首先從主權債務重整機制本身所遭遇之挑戰談起，並解釋為何國際間提出許多解決之道無法呼應外國投資人之需求，再從國際投資條約規範角度，與參考相關投資仲裁案件，梳理實務仲裁庭對於債券等金融商品於投資條約上之定位問題，並整理分析當前國際投資條約對於主權債務重整機制之規範，探討現代投資條約對主權債務重整機

制，於程序法律與實質法律問題可能造成之影響，最後統整分析國際投資條約適用於主權債務重整此法律問題之反對與贊成意見，就此問題提出見解與建議。

本書能夠順利問世，首當感謝授業恩師羅昌發大法官與林彩瑜教授，兩位教授在筆者研究所生涯一路指導提攜，除鼓勵筆者，更賦予筆者諸多實務與學術能力學習成長之機會，並在寫作過程中，提出許多專業指導與擘劃。如果沒有兩位教授提供的機會，本書恐難順利完成。此外，特別感謝論文口試委員李念祖教授與楊培侃教授對內容提供諸多建議與指點，其提出睿智深奧問題，除了增益本書內容外，更刺激筆者之思考，諸位甚至一頁一頁細心精粹本書邏輯與文字，並啟發對本書議題更深入之討論。

除了指導教授與口試委員之協助外，另外由衷感謝獨立仲裁人Benjamin Hughes先生、Stephan Wilske先生和Julien Chaisse教授，在筆者撰寫本文過程，於臺北國際仲裁暨調解研討會報告時提出良多建議，這些獨特且引人深思的意見皆使本書內容增色不少。

最後謹將此書獻給在我成長道路上不斷支持我的父母與家人、研究所生涯包含諸多研究室、WTO中心與辯論隊的同窗契友們。並衷心感謝元照出版公司對於本書所給予之一切協助。筆者希冀此著作能夠為國際投資法、主權債務重整發展，與兩者間互動議題，提供些許貢獻，並期許此著作能夠引起各界對此議題之關注。

詹凱惟

2014年10月誌于高雄

目 錄

序 文

第一章 緒 論	1
第二章 主權債務之概念及重整之運作	
第一節 專有名詞說明	9
第二節 主權債務之定義與特殊性	10
第三節 主權債務重整概念與種類	13
第四節 主權債務重整程序障礙	16
第一項 債權人待遇不一致問題	17
第二項 債權人訴訟競爭問題	18
第三項 少數債權人干擾重整程序問題	19
第五節 契約方法：集體行動條款	20
第一項 集體行動條款之發展歷程	21
第二項 集體行動條款之主要內容	22
第三項 集體行動條款適用實踐遭遇之問題	25
第六節 國際貨幣基金倡議之「主權債務重整 機制」（SDRM）	27
第一項 SDRM發展歷程	28
第二項 SDRM設計原理原則	29
第三項 SDRM之具體內容	30
第四項 SDRM之缺陷與可參考之處	34
第七節 評析現存機制對債權人權益保障不足 代小結	36

第三章 傳統與現代國際投資條約下的 主權債務規範

第一節	傳統國際投資條約主權債務重整衍生 法律問題.....	39
	◎傳統國際投資條約對主權債務交易工具之 規範	40
第二節	主權債券是否具備投資性質與仲裁庭 管轄爭議.....	43
第一項	ICSID公約與雙邊投資保障條約規範爭議.....	44
第二項	主權債券是否具備投資性質爭議.....	48
第三節	契約訴訟與條約訴訟管轄競合問題.....	56
第一項	契約之訴與條約之訴具有獨立且平行之關係 ...	58
第二項	集體行動條款僅能排除傘型條款所提起之 投資仲裁	59
第三項	集體行動條款不拘束國際投資仲裁之 規範漏洞	61
第四項	契約中制訂排除仲裁條款之可能性.....	62
第五項	傳統國際投資條約規範無法解決規範 漏洞問題	64
第四節	現代國際投資條約下適用主權債務重整之 法律問題.....	67
第一項	現代國際投資條約的規範目的與方向	67
第二項	主權債務重整專章規範態樣	69
第五節	現代國際投資條約之優勢與不足代小結	74
第一項	填補集體行動條款規範漏洞問題.....	74
第二項	現代國際投資條約仍存有缺陷.....	75

第四章 主權債務重整所觸發的國際投資條約責任

第一節 最惠國待遇與國民待遇	77
第一項 最惠國待遇原則	78
第二項 國民待遇	81
第三項 地主國實施主權債務重整困境	85
第二節 徵收問題	86
第一項 徵收之意涵與要件	87
第二項 單純主權債務違約	90
第三項 扣減主權債券面額價值	92
第四項 強制主權債務重整	95
第三節 公平公正原則	99
第一項 公平公正原則意涵	99
第二項 單純違反債券發行契約	100
第三項 強制主權債務重整	102
第四節 例外條款適用可能性	109
第一項 例外條款之意涵與適用	110
第二項 主權債務重整案件適用例外條款可能性	111
第五節 小 結	113

第五章 國際投資條約對主權債務適當性分析與未來改革建議

第一節 國際投資仲裁作為解決主權債務重整方法之優勢	116
第一項 國際投資仲裁具備中立性	117
第二項 國際投資仲裁消弭勝訴判決無法執行問題	118
第三項 增強債權人談判籌碼	120

第二節	國際投資仲裁介入主債務重整案件之疑慮 ...	121
第一項	國際投資仲裁較傳統訴訟更可能阻礙主權債務重整	121
第二項	國際投資仲裁介入主權債務重整恐引發危機主權債務危機.....	122
第三項	投資仲裁無法解決主權債務重整程核心問題	123
第四項	主權債務案件具備高度專業特性.....	124
第三節	地主國恣意重整與債券持有人濫訴方為問題核心.....	125
第四節	主權債務重整機制配合國際投資條約 規範	126
第五節	小 結.....	130
第六章	結 論	133
參考文獻		137

第一章

緒 論

2006年9月，高達6萬之義大利投資人，不滿阿根廷政府在2005年宣布的債務重整計畫，而發動一起又一起的國際投資仲裁案件¹。其中*Abaclat v. Argentina*案²由於最早做出管轄權判斷，而被視為是國際投資仲裁介入主權債務重整之首案。

外國投資人憤怒之原因在於，他們透過本地銀行所購買阿根廷政府發行的主權債券，卻遭到經濟狀況孱弱，有如風雨中飄搖的阿根廷政府，以解決經濟危機與債券違約問題為理由，提出債券面額三折的扣減比例，要求外國債權人交換債券。對於反抗的債券投資人，則用立法方式，禁止拒絕加入重整之投資人，再次參加後續重整，並不再承認這些債權人手中的舊公債。低劣的扣減比例與「加入或者拉倒」（take it or leave it）的態度，著實激怒諸多外國投資人。他們開始在海外各法院提起一次次的違約訴訟，但在海外法庭取得之勝訴判決，卻始終無法有效執行。最後投資人將希望寄託在1993年義大利與阿根廷間投資條約³，義大利

¹ 因為2005年阿根廷主權債務重整所引發之案件包含：*Abaclat and Others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5, *Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/08/9，以及 *Impregilo S.p.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/17等三起案件。

² *Abaclat and Others v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility (Aug. 4, 2011), <http://italaw.com/documents/AbaclatDecisiononJurisdiction.pdf>.

³ Agreement between the Argentine Republic and the Republic of Italy on the Promotion and Protection of Investments (Oct. 14, 1993) [hereinafter,

投資人在銀行團運作與代理下，終於向國際投資爭端解決中心（International Centre for Settlement of Investment Disputes，以下稱為ICSID）提出投資仲裁申請，此舉引發各界關注。

此案使得主權債務重整與投資仲裁兩個原本楚河漢界的議題，不禁引人探討，究竟原本已經相當複雜的主權債務重整，會因為國際投資仲裁加入，作為爭端解決方法，而產生何種火花？究竟對主權債務國與投資人關係會有哪些影響？這些問題至今仍未有定論。但可以確定的是，在*Abaclat v. Argentina*案仲裁庭宣告其有管轄權後，在債信風暴中苟延求生諸多外國政府，將可能因為利用主權債務重整減少債務，而被外國投資人提起投資仲裁案件，例如希臘政府即因其主權債務政策，遭斯洛伐克投資人，送進國際投資仲裁庭中⁴。但對主權債務重整機制而言，國際投資仲裁並非完全的阻礙，事實上，在目前主權債務重整機制普遍欠缺有效地爭端解決機制時，國際投資仲裁可能填補主權債務重整機制，對債權人有效救濟之空白，但相對地，如此發展，同時也使得許多受到經濟危機與債信問題纏身的國家憂心，主權債務重整這條救命索，會不會被投資仲裁割斷呢？

事實上，國家借錢不還的問題，綜觀各國發展歷史幾乎皆會遭遇這些問題。例如我國亦曾有拒絕承認國家債務之紀錄：依據大法官會議釋字第475號解釋⁵，即闡明政府於中華民國38年以前

Argentina-Italy BIT]，英文版條約內容請參閱http://unctad.org/sections/dite/ia/docs/bits/uk_argentina.pdf。

⁴ 2013年5月20日，斯洛伐克銀行不滿希臘在2012年提出債券交換條件因而提起投資仲裁，該案ICSID編號為：Poštová banka, a.s. and ISTROKAPITAL SE v. Hellenic Republic, ICSID Case No. ARB/13/8。

⁵ 大法官會議第475號解釋文：「國民大會為因應國家統一前之需要，制定憲法增修條文，其第十一條規定：『自由地區與大陸地區間人民權利義務關係及其他事務之處理，得以法律為特別之規定』。政府於中華民國三十八年以前在大陸地區發行之國庫債券，係基於當時國家籌措財源之需要，且以包括當時大陸地區之稅收及國家資產為清償之擔保，其金

在大陸地區發行之國庫債券、黃金短期公債與國家行局及收受存款之金融機構在大陸撤退前所有各項債務，於國家統一前不予處理。

其原因在於投入大量資金建設，一直都是各國經濟發展必經過程，然而經濟發展起步之際，國內民間財力不足，爲了取得大量資金投入經濟發展，發行國家公債或者一般所稱之主權債券，就成爲吸引外國人投資，解決資金不足的最佳方法之一。儘管主權債務以主權作爲擔保，理論上零風險，但現實上卻容易因爲戰爭，天災等非可預期因素，使國家經濟無法按照其規劃發展，無法順利償還債務時，就產生「主權債務違約」問題（Sovereign Debt Default），尤其是在國際間或區域間金融危機發生後，受災嚴重國家往往無法依約償還債務，使得債權人利益受到極大損害，伴隨而來的是國家信用評等下降，區域間金融體系欠缺信賴，資金無法流動等後果，致使金融危機遲遲無法停歇。爲解決國家主權債務違約問題，「國家主權債務重整」（Sovereign Debt Restructuring）成爲債務國整理債務與減少債務最佳手段。

儘管如此，各國在利用主權債務重整減少債務違約風險時，仍遭遇諸多難題，常見的是，一般主權債務重整皆使用打折換債的方式，或者扣減外國人持有債券面額價值，減少債務，這種方法能夠相當有效率的減少債務數額，然而有效率地減除債務數額之基礎，卻是建立在減損主權債券投資人利益上，尤其是外國債

額至鉅。嗣因國家發生重大變故，政府遷台，此一債券擔保之基礎今已變更，目前由政府立即清償，勢必造成臺灣地區人民稅負之沉重負擔，顯違公平原則。立法機關乃依憲法增修條文第十一條之授權制定『臺灣區與大陸地區人民關係條例』，於第六十三條第三項規定：一、民國三十八年以前在大陸發行尚未清償之外幣債券及民國三十八年黃金短期公債；二、國家行局及收受存款之金融機構在大陸撤退前所有各項債務，於國家統一前不予處理，其延緩債權人對國家債權之行使，符合上開憲法增修條文之意旨，與憲法第二十三條限制人民自由權利應遵守之要件亦無牴觸」。

券投資人需要承受主權債務重整造成之損失。因此如何說服外國投資人接受打折後的新債券，加入債務國重整的計畫，就是各國實施主權債務重整一大難題。

除了上述難題之外，債務國在推行主權債務重整計畫時，可能會因為資金取得來源之不同而遭遇不同重整問題。如果我們以國家資金借貸對象進行區分的話，大致可以區分為官方或者私人債權人兩類型。

所謂官方債權人即係相對於一般自然債權人，具有法人性質之債權人，此在主權債務重整，所引發的問題並不大，原因在於債權人數較少，關係單純，且大多有條約形式規範，明文借貸關係，逾期責任，以及官方債權人的比一般私人債權人更具有談判能力。

相對於官方債權人，在次級市場購入主權債券之投資人，受到主權債務重整之影響甚巨。蓋私人債權人多從次級市場購買債券，數量眾多與無法完整掌握債權人身分，不僅面對債務國主權重整條件沒有太多籌碼，且受到影響之幅度也很劇烈。同時，債權人匿名性與欠缺跨國規範等特性，也使得地主國在發動主權債務重整，面臨無法債權人意見紛歧，無法與債權人集體達成合意等問題，更甚地，不滿的債權人發動的抵抗訴訟（bailout lawsuit）係主權債務重整成敗關鍵。因此本文將會聚焦在私人債權人借貸類型之討論。

另一個主權債務重整機制所遭遇之挑戰則是，會發動主權債務重整之債務國，大多面臨嚴峻而緊急之經濟情勢，需要儘速完成重整程序，加上債權人數眾多，具匿名性，現實上不可能逐一與外國人協商重整條件，因此實務上，多由債務國單方面宣告重整條件。更甚地，有些國家如阿根廷，甚至立法通過，未加入重整程序之債權人將不得再度參加重整，其所有之阿根廷公債，亦不受阿根廷政府承認，此種「加入或者拉倒」態度，更使面臨公

債違約之債權人，僅剩下加入重整與否之選擇，事實上即是選擇認賠償券投資或者另行債務違約訴訟。可惜的是，主權債務重整機制經常欠缺有效的救濟程序。傳統上，主權債務重整引發之爭端，皆由債務國或者債券海外發行地如紐約或者倫敦等金融中心之國內法院，進行審理，但勝訴判決執行效力不佳，使得債權人面臨債務國單方面進行之重整，幾乎沒有存在有效救濟管道。

在此種種的難題，都使得主權債務重整遭遇諸多挑戰。特別是欠缺債權人權益有效救濟管道問題，也因此當國際投資仲裁開始被適用於解決主權債務重整爭端時，被眾多債權人視為抵抗債務國主權債務重整之希望。

國際投資仲裁的介入一方面被視為新的救濟管道，但另一方面卻也有諸多擔心投資仲裁妨礙主權債務重整之聲浪。特別是如果參考一般公司法之重整法規，或者破產法規，大多設有為使重整程序順利進行，於重整期間禁止訴訟之規範，其原因在於債務重整本非易事，更何況直接涉及國家財政健全之公債，若放任債權人恣意於重整期間，提起仲裁，將使本已困難重重的重建機制，陷於拖延與困境之中，並可能引發區域性金融風暴的後果。

支持與反對投資仲裁介入主權債務重整之意見互相針鋒，同時也凸顯主權債務重整欠缺跨國際法律或架構之癥結，並使本來在經濟與金融學上已備受矚目的國家主權債務重整問題，加入國際投資法學者之關注。而究竟「國家主權債務重整」與「國際投資法」間會有怎樣的互動及影響，即為本文欲探究之主題。

為完整探討國際投資條約與主權債務重整間的互動，本文首先於第二章說明主權債務重整之特殊性與目前各國重整時可能遭遇之問題，包括債權人意見紛歧，恣意提起抵抗訴訟等。面對系爭問題，國際社會也提出不同對策應對，其中最重要的是國際貨幣基金（IMF）於2002年提出的主權債務重整機制（Sovereign Debt Restructuring Mechanism，以下簡稱SDRM），其內容完整，

並有諸多創舉，例如主權債務重整爭端法庭等設計，然而以美國為首的反對聲浪下，該計畫最終胎死腹中。但由於其諸多優點，加上國際貨幣基金之權威，直至今日，尚有諸多學者關注，加上國際貨幣基金至今仍不放棄，不斷尋求各國支持等因素，因此本文納入討論。

另外基於欠缺跨國機制處理主權債務重整爭端，各國遂採行1994年墨西哥金融危機後，開始發展的「集體行動條款」。此種利用債券發行契約內，增定拘束債權人集體行動效力之條款，確實在許多起金融危機中發揮抑制抵抗訴訟的效用，在諸多國家的採用下，成為今日主權債務重整之主流規範。然而這些機制皆在抑制債權人於重整期間提出抵抗訴訟，卻無法根本性解決爭端解決管道欠缺問題。

而為凸顯國際投資條約與主權債務重整間法律問題，第三章將從國際投資條約角度觀察。目前國際投資條約，可依是否定有主權債務重整專章區分，未訂有專章之投資條約類型仍為多數，故本文稱為「傳統投資條約」，相對地，訂有專章之條約則稱為「現代投資條約」。

本章先從傳統投資條約出發，分析國際投資條約可能對主權債務重整產生哪些問題，包括債券是否為投資條約所涵蓋，以及契約性質之集體行動條款是否可以抑制國際投資仲裁等問題。另外再從現代型投資條約，討論制訂專章可否解決上述問題，藉由兩種不同型態之規定，試圖尋找解決兩制度衝突的解決之道。

但由於採取創新規制方法的國家尚屬少數，加上目前實務仲裁庭亦尚未針對主權債務重整可能產生之投資條約責任做出判斷，因此第四章將討論主權債務重整可能產生投資條約責任，並且作為判斷國際投資仲裁是否會影響主權債務重整之分析基礎。

最後於第五章將梳理學界支持與反對意見，並分析國際投資仲裁作為主權債務重整爭端解決管道，以及國際投資仲裁納入主權債務重整之優劣。並在參考2002年國際貨幣基金提出SDRM基礎上，提出未來國際投資條約與主權債務重整間緊張關係之解決建議。

