

חדלות פירעון של מדינות

פרופ' דוד האן

תמוז התשפ"ב, יולי 2022

אתגרי חדלות פירעון ביחס לחובות לאומיים

- אין חוק חדל"פ
- כלומר: אין טיפול באמצעות בית משפט בחובות של מדינות
- המדינה חשופה לתביעות של נושים כשהיא פועלת כשחקן פיננסי בשוק (לווה)
- אך לנושים יכולת אכיפה מוגבלת
- נכסי מדינה מוגנים ממימוש
- קושי להגדיר אימתי המדינה הופכת חדלת פירעון
- עקב יכולת הטלת מיסוי לעיבוי נכסיה והכנסותיה;
- תלות באירועים חיצוניים - ערך המטבע בשוק הבינ"ל; אינפלציה)

משברי חוב לאומיים

- גורמים למשברי החוב:
 - מלחמות
 - אסונות טבע
 - מגיפות
 - משברים פוליטיים נמשכים פנימיים
 - חוסר משמעת פיסקלית לאומית (יחס חוב לתוצר)
- מימון משברי מאקרו במישור הפנים-ארצי (לגבי חובות עסקיים ופרטיים)
 - הממשלה מתגייסת ל- bail-out לעסקים
 - כמו ה- TARP האמריקאי אחרי 2008

שחקני מימון אפשריים למדינות הכושלות

• ארגונים בינ"ל

• IMF

• בנקים מרכזיים - כמו הבנק האירופי

• מדינות אחרות

• מעוניינות לממן ולתמוך בייצוא ממדינתן למדינה הכושלת

• תובעות לא פעם עדיפות על נושים מסחריים, לקול מחאתם של אלה

• שחקנים פרטיים

• בנקים

• מוסדיים

• קרנות (distressed)

IMF – cont'd

- **Process:** In general, the IMF encourages its members to engage in a collaborative process with their creditors when seeking a restructuring. Beyond that, the IMF leaves the specific details of the debt restructuring strategy to the debtor and its legal and financial advisors. In pre-default cases, the IMF does not insist on any particular form of dialogue between the debtor and its creditors. In post-default cases, the IMF is guided by its arrears policies, which set more specific standards for dialogue between creditors and debtors, including assessing whether the member is making a good faith effort to reach a collaborative agreement with its creditors.
- **Inter-creditor equity:** The IMF does not intervene on issues of inter-creditor equity. Its arrears policies, however, do imply stronger protections for official creditors than for private creditors. Creditors have also accepted, in restructurings undertaken in the context of IMF-supported programs, some *intra*-group differentiation in the treatment of their claims, to help limit the extent of economic dislocation, maintain market access, and pre-serve financial stability.

The IMF's Role in Restructuring

Because of its oversight and financing roles enshrined in its Articles of Agreement, the IMF is often central to the debt restructuring process

Financing: The IMF provides balance of payments financing “under adequate safeguards” (e.g., conditionality) to a member country implementing an economic adjustment program. The success of that program is meant to assist the member in overcoming its balance of payments problem, enable it to repay the IMF, and foster stability more generally, including by preventing or mitigating spillovers to other countries.

The “trigger”: Whether a country requires a debt restructuring will depend on a debt sustainability analysis (DSA), the feasibility of policy adjustment and the availability of financing from all available sources. The IMF's DSA hence plays a role in the decision whether a debt restructuring will take place (whether in the context of an IMF-supported adjustment program or outside).

The financing envelope: The IMF's DSA also effectively identifies the envelope of resources available for debt service payments to official and private creditors, which is crucial to anchor deliberations between the debtor and its creditors.

כלים חקיקתיים (בחקיקה ייעודית)

- אפשרות להקפאת הליכים

- אישור ההסדר

- קביעת אישור רובני

- תספורת

- שינוי ערך מטבע

- אפקטיבי מול נושים מקומיים בלבד (לא מול בינ"ל)

- שיקולים פוליטיים פנים-ארציים; יציבות הנושים המקומיים

- שיקולי מוניטין בינ"ל מול שחקנים זרים – כאן יידרשו "גזרים"

עקרונות למבנה ההסדר

- בדרך כלל אינו כולל:
 - חובות קצר מועד (ספקים; אג"ח ממשלתי קצר מועד)
 - חובות לגופי מימון בינ"ל (בנקים מרכזיים; IMF)
- גיבוש ופרסום "עקרונות ההסדר" (תספורת, פריסות תשלום, עדכון ריביות)
 - יתואם עם ה-IMF
 - יעצב תודעה פסיכולוגית אצל הנושים הבינ"ל
 - הרכבת ועודות נושים למו"מ
 - פעמים רבות, ה-baseline מול הנושים הזרים יהיה התנאים המסוכמים מול המדינות הנושות, לפי ה-Paris Club
- אתגר הנושים הסרבנים/סחטנים:
 - פעם נחשבו תופעה יעילה (מאלצים את המדינה החייבת להוסיף תשלום בהסדר);
 - מאז משבר החובות של ארגנטינה (2005) – התהפכה המגמה = נתפסים כסחטנים לא לגיטימיים, העלולים לטרפד לכולם.

“גזרים” כמקדמי פני רעת סחטנות

- תשלומים ייחודיים לנושים המצטרפים להסדר:
- התחייבות תשלום יחסית ל-GDP של המדינה החייבת
- אופציות על נכס בסיס של אותה מדינה (כגון נפט)
- חיסרון אפשרי: מאריך את ה-debt overhang של המדינה החייבת

The Paris Club

- The principal international forum for restructuring official bilateral claims is the Paris Club (G20 Leaders Declarations, 2016, 2018, and 2019), an informal group of twenty-two creditor countries that have worked together since the 1950s to find coordinated and sustainable solutions to countries' debt problems.
- The Paris Club has six main principles
 - *solidarity* (members shall act as a group);
 - *consensus* (decisions are taken by consensus);
 - *information sharing* (members share views and information);
 - *case-by-case approach* (decisions will be tailored to each individual debtor);
 - *conditionality* (in particular, the country must have an appropriate IMF-supported program),
 - *comparability of treatment* (The Six Principles).

תודה על ההקשבה !