



从债券投资者保护的角度看主权债务重组

杨健健 李芳竹

摘要：随着全球主权债务规模的增加，关于警惕主权债务违约风险的讨论日益增多。研究如何应对主权债务危机、有效地进行债务重组，从而帮助债权人损失得到补偿，更具现实意义。主权债务中的主权债券，特别是外币主权债券的持有人更多元且异质性强，债务处置的难度和复杂性更大。本文旨在从债券投资者保护的角度分析主权债务重组，研究一般主权债务重组的机制及投资者救济方式，特别是如何实现主权债券投资者的保护，为我国债券市场开放的深化提供参考借鉴。

关键词：主权债务重组 债券 投资者保护

受新冠疫情冲击、地缘政治冲突等影响，主要发达国家通货膨胀达近四十年最高水平，美联储急速加息，主权债务风险快速上升。国际组织 2020 年启动对重债穷国的缓债倡议（DSSI）也未能阻挡主权债务违约的出现。多个亚洲经济体，包括巴基斯坦、斯里兰卡、黎巴嫩和缅甸等出现了大规模的经常账户持续逆差，并已陆续爆发债务危机。欧洲方面，欧元对美元的大幅贬值、欧元区债务的不平衡，导致关于是否出现“欧债危机 2.0”的讨论再次出现。在此背景下，研究如何应对主权债务危机、有效地进行债务重组，从而帮助主权国家度过危机、债权人损失得到补偿，更具现实意义。

主权债务主要包括主权债券和主权贷款两种类型，两者特性不同，在面临违约时，可选的举措不同，处置过程也存在

较多差异。主权债券特别是外币主权债券的持有人更多元且异质性强，债务处置的难度和复杂性更大，投资者能有效回收债务的可能性相对较低，一方面影响了投资者对外币主权债券市场的参与兴趣，另一方面会造成金融市场的波动，从而导致外币主权债券发行的困难。因此，本文旨在从债券投资者保护的角度分析主权债务重组，研究一般主权债务重组的机制及投资者救济方式，特别是如何实现主权债券投资者的保护，为我国债券市场开放的深化提供参考借鉴。

一、疫情以来全球主权债务状况：规模快速增加，融资成本高涨，整体风险上升

对于大量举债尤其是举借外债，且经济增长长期乏力的经济体来说，过高的债

杨健健，中国银行间市场交易商协会国际部；李芳竹，首都创新设计研究院。本文系个人观点，与所在机构无关。

务规模大幅增加了自身的脆弱性。一旦外部冲击发生，违约的可能性增加。根据加拿大央行和英国央行的违约数据库统计，自1960年以来，有146个政府的债务（包括贷款和债券）发生了违约。同时，该数据库的分析师预测在2019年之后的十年，违约规模还会继续增长（Manlagnit, 2019）。疫情以来，许多经济体都面临了债务规模增加的问题，新兴市场国家面临挑战更为严峻。根据国际清算银行和货币基金组织数据（IIF, 2022），全球债务总量在快速增长，2020年和2021年分别增长了31万亿美元和10万亿美元，于2021年末达到历史纪录高点303万亿美元。此外，新兴市场债务风险在上升，主要体现在以下三个方面。一是总量快速增长。新兴市场2021年债务增量占全球总增量的80%，2021年末存量达到95.7万亿美元，占全球总存量的69%。二是新兴市场政府债务水平仍居高不下。三是新兴市场再融资压力上升，2022年底到期的债券和贷款约7万亿美元，外债中短期债务占比较高的国家和外债中外币债务占比较高的国家可能对短期内美元融资成本上升更敏感。

二、主权债务的形式及处置方式的历史变迁：债权人之间达成一致性的难度上升

随着政治、经济发展的变化，主权债务的形式及其重组的方式也在不断演变，过去的重组方式未必能够适应现在的主权债务的存在形式，需探索更好的方式，帮

助主权债务重组的达成。

（一）主权债务形式变化的分界点：第二次世界大战与20世纪80年代

第二次世界大战以前，主权债务多以殖民地和宗主国之间的贷款为主，贷款通常附带苛刻的条件和不平等条约。第二次世界大战之后，主权国家债务形式主要为商业银行贷款。进入20世纪80年代以后，随着资本跨境流动和全球化的趋势，许多发展中国家在接受银行贷款之外也接受了外国的多种形式的投资。一方面私人资本的债权人逐渐增加，例如在阿根廷的债务重组案例中，有几十万的债权人，来自不同的国家；另一方面主权债券的融资活跃起来，自20世纪80年代起，新兴市场债券发行的增长速度是银团贷款的4倍，21世纪初，存续的公共外债中，债券占比60%，规模达到20世纪90年代的4倍（朱丹丹, 2017）。虽然债权人类型的多元化有助于扩大这些新兴市场国家的资金来源，但也提高了主权债务重组的难度。

（二）主权债务处置方式的变化：债务重组成为主导形式，面临更多挑战

第二次世界大战之前的主权债务几乎没有采取重组的方式，因当时的债权人以宗主国政府为主，贷款本身已经附加了极其不平等的苛刻条款，债权人已经获得了某种补偿，因此无法偿债时，通常采取债务废除（Repudiation）的方式。而第二次世界大战之后，由于债权人增加了国际商业银行，和宗主国政府相比，这部分债权人并没有能力实行完全的债务减免，通常



会通过债务重组的方式，向债权人提出用新的资产包（例如新的债券）交换原有债务的方案以延迟或降低债务偿付，或者单方修改原有主权债务合同（债券则为募集说明书条款）以降低偿付义务（郭华春，2017）。为了避免违约造成的连锁反应，防止这些商业银行（主要是发达国家的）因为主权贷款的违约而倒闭，发达国家政府会直接或者间接通过多边组织，如世界银行、货币基金组织（IMF）向债务国提供援助的方案，实现债务重组，确保债权人的利益。在这个阶段，由于债权人同质性较高数量相对较少，与债务人达成重组方案的可能性较高。在这一时期，发达国家官方债权人组成的巴黎俱乐部发挥了相当大的作用，其首次活动是阿根廷 1956 年在巴黎的债权人会面，此后，一直发挥着债务重组协调作用。

20 世纪 80 年代之后，IMF 深入参与了主权债务重组，其态度能够很大程度上影响重组的计划和推进。虽然债务重组方案仍然取决于主要债权国，但主要债权国政府通常会将“债务国与 IMF 达成结构调整救助方案”作为债务重组的前提条件。

20 世纪 90 年代后，国际资本流动发生了结构性转变，主权债券的跨国发行变得更为常见。债权人结构更加多样化，包括各类银行、对冲基金、共同基金及养老金等，它们分布在不同的国家地区，适用各自辖区的法律。这些趋势性的改变增加了债权人获得偿付的难度和复杂性。由于重组困难，所以债务国通常会单方面提出

债券交换要约，或在无法进行重组时直接违约。

（三）主权债务的债权人面临多重障碍：集体行动困境、公平性问题、重组程序透明度问题

由于主权债券的债权人通常数量多且异质性强，因此在进行重组的过程中，个别小债权人的行动可能会对其他大部分债权人的利益产生影响，例如否决任何可能的债务重组方案，也即“集体行动困境”。此外，由于缺乏主权的破产重组法规，因此并无主权债务的清偿顺序规定，债权人无法得知自己在债务清偿中所处的地位，虽然有一些不成文的关于主权债务重组的实操做法，但在不同债权人群体中可能存在不公平对待问题，比如区分国内债权人和国外债权人、私人债权人和官方债权人等。目前，仍不存在明确且透明的主权债务重组机制，由于实践中的主权债务问题解决要么极依赖于协商谈判，如巴黎俱乐部等，要么由债券互换的方式进行债券重组，这种方式通常不经广泛地与债券持有人协商，发布的要约条款为“接受或放弃（Take it or Leave it）”。上述两种方式，债权人都难以获得透明的有效信息。

三、全球主权债务重组机制现状

（一）由于各方利益难以统一，目前并未建立有约束力的国际性主权债务重组机制

国际社会在国际性的债务管理机制建设上进行了多次尝试，但未建立有约束力

的机制。20 世纪 70 年代 G77^① 即提议成立国际清偿法院和仲裁机构，但墨西哥和阿根廷等国因为担心发达国家减少金融支持而态度冷淡。20 世纪 90 年代，东南亚金融危机、阿根廷债务危机爆发后，国际货币基金组织希望建立一个有法律约束力的国际债务谈判、仲裁和决策的主权债务重组机制，但遭到了美国等国家和组织的反对。2014 年，联合国大会通过决议，呼吁在联合国大会层面组建一个机制，用于开展主权债务重组谈判。这一决议受到发展中国家债务国和非政府组织的欢迎，但遭到西方国家以及一些新兴国家的抵制，最终只转化为 2015 年联合国大会通过的主权债务重组的九条原则：主权债务发行人有义务与债权人保持经常对话；重组程序中各参与方应当被公平分享信息等。

（二）传统的债务重组机制：由西方债权国组成的巴黎俱乐部和 IMF 等多边组织所主导

巴黎俱乐部源于 1956 年西方债权国为应对阿根廷债务问题而召开的协调会议，并在 20 世纪 80 年代后逐渐确立在发展中国家主权债务管理上的重要地位，通过非强制手段，按照特定规则程序以制度性论坛的形式展开谈判，形成了一系列债务谈判的原则、规则或共识。国际货币基金组织（IMF）、世界银行等也在发展中国家债务治理问题上发挥关键主导作用。IMF 通

过金融支持、债务控制、改革建议、政策预警等方式促进债务国改善其宏观经济政策和债务政策。债务国的经济稳定和改革计划（IMF 和世界银行认可）是该国获得多边金融机构借贷或者进行债务谈判的重要依据。

（三）债券持有人难以从传统主权债务重组机制中获得有效偿债保障

一是传统的主权债务重组机制更倚重官方债权人的参与，通常采取的是个案处理的原则，在整个重组协商的过程中，私营部门 / 商业性债权人的参与度很低，获取的信息相当有限。

二是传统的主权债务重组机制，通常通过减免债务国的外债存量、调整外债期限结构和利率结构来实现债务国的国际收支状况的改善。但这些处理方式，更多是基于债务人与官方债权人的双边协商达成的，对于持有主权债券的商业类投资者而言，很难通过上述宏观性的调控手段直接获得债券收益，只能寄希望于债务国的宏观情况好转。

四、对于债务重组纠纷，债券投资者可采取的举措

在目前并无稳定有序高效的主权债务重组机制的情况下，主权债券持有者确保自身利益、在债券重组的过程中保护自身利益，通常有两类举措，一是事前，通过

^① 1979 年在马尼拉召开的联合国贸发组织会议上，七十七国集团提议成立国际债务委员会（International Debt Commission）。



主权债券条款约定；二是事后救济举措，包括仲裁和诉讼。

（一）事前的债券合同约定：集体行动条款

实践中，主权债务重组向来困难重重，主权债券持有者虽然同为利益共同体，但特定个别债权人可以通过拒绝接受谈判结果，在债务国获得减免或债券展期后，要求支付债务，从而实现自身利益的最大化。这种个体利益和集体利益的相互矛盾，常引发一系列集体行动失灵。例如全球知名对冲基金艾略特资产管理公司（Elliott Investment Management）曾于1996年在二级市场支付1100万美元购买了面值2000万美元的秘鲁政府担保银行借款，并在秘鲁发行新债券进行重组时反对，同时向纽约州法院提请诉讼要求秘鲁政府全额支付。被纽约州法院驳回后，艾略特公司将此案转至上诉法院，并于1999年获得美国上诉法院支持。基于此，艾略特公司还获得比利时上诉法院的同意，次年，艾略特通过欧洲清算所（Euroclear）冻结了秘鲁计划支付给其他债权人的资金，秘鲁政府最终被迫全额支付本金加利息罚息共计5845万美元，艾略特收益率高达527%。艾略特的案例中，法院之所以最终支持其诉求，主要是基于同权条款。同权条款通常包括在债券发行的合同条款中^①。根据同权条款：① 债券偿还平等，因此艾略特

的2000万美元债券与秘鲁的其他外债同等；② 同等的债券应当得到平等的偿付；③ 在无足够资金进行全额偿付的情况下，应当按比例偿付。此案包括后来阿根廷钉子户债权人的判决结果引发了诸多争议。因此，为保证主权债务重组能够有序推进，在之后的主权债券发行条款中开始引入集体行动条款（Collective Action Clauses, CACs）。

1. 集体行动条款的内容

简而言之，集体行动条款指的是：多数（75%）的持有人可以修改发行条款，如支付条款或指定的其他重要条款，并且这些更改适用于所有持有人，包括不同意条款修改的少部分持有人。集体行动条款主要包括两类：多数修改条款和多数执行条款。前者针对的是债务到期前后的问题，为保证重组的顺利进行，涉及延迟还款日期、降低利息等涉及持有人切实权利的条款，允许占未清缴债券本金3/4的持有人，通过会议决议修改上述涉及支付的条款约束少数债权人的行为。后者则是在债券到期后，对持有人要求执行债务进行限制，一般包括：① 允许后到期的债券加速到期，以避免先到期的债券持有人和后到期债券持有人的利益不公；② 为避免加速到期可能会产生的负面影响，持有人可以提出撤销加速；③ 单个持有人对违约的主权债券提起诉讼必须经过特定比例的持有人同意；

^① 通常表述为The Notes rank, and will rank, pari passu in right of payment with all other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness of the Issuer.

④ 须在合同条款中明确诉讼的收益如何在持有人间公平分配。

最初的集体行动条款仅适用于单支债券，对于该主权发行人的其他债券并无效力。为了追求更有效率的债券重组，国际市场引入加强版的集体行动条款。传统集体行动条款是对单期债券分别表决，少数投资人拥有的表决权只要超过单期债券的约定比例，就能拒绝违约债券重组，要求全额偿付，干扰整体重组进程。强化集体行动条款的核心是引入多期债券加总表决。目前，国际上较常见的强化集体行动条款模板包括 ICMA 模板和欧元区模板。两个模板在防止少数“钉子户”债权人干扰重组方面的目标和效果总体一致，只是在加总方式上有一定差异。ICMA 模板包括“单系列表决”^①“多系列双重加总”^②“多系列单一加总”^③三种表决方式^④，均写入募集说明书，需要重组时由发行人选择采用哪种表决方式。欧元区模板则包含“单系列表决”和“多系列双重加总”，没有包含“多系列单一加总”。

2. 集体行动条款的不足

作为事前的合同约定解决方式，集体行动条款很大程度上取决于持有人和发

行国间的博弈，并不总是能有效推进债券重组保护持有者利益。一是在条款使用上没有统一的做法，为主权债券的处置带来复杂性，目前主权债券准据法的主导是纽约法和英国法、辅以德意志法和日本法，不同准据法下条款的使用大不相同，如纽约法下主权债券一般不规定包含多数执行条款。二是强化集体行动条款“多系列单一加总”对于少数持有人的保护不够，在债券重组的过程中相对弱势的少数持有人被忽略，违背了公平公正待遇原则。三是集体行动条款只能起到确保持有人行动一致的作用，与债务国的其他官方债权人相比仍处于信息劣势，债券最终的重组方案仍受到债务国与官方债权人、国际组织等达成的协议影响。

由此，事前的合同约定方法通常也离不开事后的救济举措。

（二）事后救济：诉讼与仲裁

在主权债务的法律关系中，作为债务人的国家具有双重性：一方面它通过了市场化的方式融资（发债或借贷），具有商业市场交易主体的特性；另一方面，它同时是主权国家，具有与一般民商事主体完全不同的法律地位和特性。

-
- ① 单系列内债券加总是指对属于同一个系列内的多只债券进行加总投票，其中涉及修改债券核心条款、债务重组等保留事项（Reserved Matters），需存续期内债券本金额75%以上的债券持有人同意。
 - ② 多系列债券双重加总是指修改或决议涉及保留事项，需经全部系列加总后至少2/3的债券持有人同意，且每一单独系列均需至少50%的债券持有人同意。
 - ③ 多系列债券单一加总是指当修改或决议涉及保留事项时，需经全部系列加总后至少75%的债券持有人同意。
 - ④ 中国市场没有“系列”的概念，最接近的概念为“期”或“只”。



因此，主权债务违约处置/重组的法律适用和争端解决机制较为特殊。通过法律途径解决主权债券的纠纷，主要是司法诉讼和仲裁（两者都包括国际法庭/仲裁庭和各国法院/仲裁院）两类。但由于国际性法庭通常不接受私人起诉债务国的诉讼，因此目前主要是各国/国际仲裁和各国法院。仲裁和诉讼两者的不同在于，法院的诉讼判决通常依据的是国内的法律或者是有法律效力的判例，但仲裁庭除了可依据判例法律，还可根据准则、惯例等标准进行裁决，只要当事双方都认可。

1. 诉讼

由于主权债务这种特殊的法律性质，A国在X国的法院能否被私人债权人起诉，取决于不同国家的法律认定。如，2005年意大利投资者波利向佛罗伦萨治安法庭申请了关于要求阿根廷政府支付赔偿金额的强制令，波利认为阿根廷政府单方面延长向投资者支付利息的行为，损害了它作为投资者的权益。阿根廷政府提出了三条抗辩理由：①延长利息支付期限属于阿根廷本国法律，是公共政策；②意大利不是该债券发行条款中所约定的管辖法院；③根据1995年《意大利国际私法制度改革法》第16条第I款规定：“违反公共政策（公

共秩序）的外国法不予适用。”双方经历多轮诉讼至意大利最高院，最终裁决该案例属于国家豁免的范围，不予受理。

但并非所有情形都能够被认可为国家主权豁免，如美国、澳大利亚等国各有各的《外国国家豁免法》。美国作为世界上第一个有成文法规定外国国家豁免权的国家，在其《外国国债豁免法》中明确规定主权国家享有豁免权，美国法院无权管辖，但该法明确了存在豁免例外的情形：商业行为、非法征用、非商业侵权、执行仲裁、放弃豁免及恐怖主义。所谓放弃豁免实践中可为：条约约定，认可美国法作为准据法，主动参与其他美国诉讼，应诉反诉。这也给了部分“秃鹫基金”以诉讼盈利的操作空间，最知名的莫过于NML资本公司诉阿根廷的案例^①。

2. 仲裁

仲裁也是较为常见的主权债券纠纷解决的方式。债权人认为通过在债券合同中约定仲裁条款能够更好地解决问题。仲裁条款通常在债券合同中事先约定，双方可以根据两国间的双边协议、多边投资协定或者是相关国际组织制定的仲裁规则对具体的仲裁条款进行商定。

国际仲裁争议解决方式的基石是《承

① 阿根廷金融危机严重之时，NML资本公司为代表的“秃鹫基金”抄底买入阿根廷主权债券，并拒绝接受阿方债务重组方案。2005年，该公司上诉美国纽约联邦法院，要求阿政府全额偿还违约债务。最初，纽约地区联邦法院对此案例持保留态度，但事件的拐点是阿根廷债务互换协议中饱受诟病的“门栓法”（Lock Law），其规定：一是禁止政府重开债务互换；二是禁止政府提供更优惠条件；三是暂停对不参与互换协议的债权人的支付责任。2010年4月纽约联邦法院认为阿根廷应该平等对待所有的债权人，并根据原告的要求以及债务违约的“合同法”（Contractual Approach）原则将对阿根廷央行在纽约联储的资产进行冻结。

认和执行外国仲裁裁决的公约》(即纽约公约), 1958 年经联合国国际商事仲裁会议审议, 纽约公约正式通过并于 1959 年生效, 其宗旨是: 外国和非国内仲裁裁决不会受到区别对待, 并要求各缔约国确保这类裁决在其法域内同国内裁决一样得到承认并普遍能够强制执行, 要求各缔约国法院为充分执行仲裁协定而拒绝当事人在违反其将有关事项提交仲裁庭处理的约定的情况下诉诸法院^①。中国于 1987 年成为纽约公约缔约方, 目前共有 170 个缔约方。

除此之外, 各国签订的双边多边投资协定也可作为仲裁依据, 在主权债务处置的纠纷中, 开始出现通过国际投资争端解决中心 (ICSID) 解决主权债务重组纠纷的案例, 该中心是依据 1966 年 10 月正式生效的《关于解决国家和其他国家国民投资争端公约》(华盛顿公约) 成立的。华盛顿公约主要规范关于缔约国与其他缔约国国民之间关于投资争端的解决机制, 不涉及实体权利义务内容。甚至对于“投资”也有意地不定义, 而留待缔约国之间通过双边投资协定 (BIT) 或者多边协定 (MAI) 解决。ICSID 仲裁庭于 2011—2014 年相继对三起主权债券纠纷进行过仲裁, 这三起案件皆为持有主权债券的投资者以该债券重组计划违反双边投资协定违约, 提请投资仲裁。ICSID 大约是出于扩大自身业务范围的考量, 不但开始把主权债券重组争端纳入投资仲裁的范畴, 甚至

支持了“集体诉请”, 单一桩案件的仲裁申请人便多达 6 万人, 开启了“散户时代”, 引发较大争议。其中涉及意大利投资人的案例 *Abaclat* 案, ICSID 依据意大利和阿根廷的双边投资协定 (BIT) 进行裁决, 最终认为所涉主权债券属于阿意投资协定中规定的“投资”。因此, 申请方所做的这类投入应当受双边投资协定所保护。

无论是诉讼还是仲裁在管辖权豁免方面都面临诸多不确定性, 在执行权方面更是难以强制对主权国家财产进行执行。

五、总结及对主权债券市场发展的启示

总体而言, 对于主权债券违约后的处置, 主流的处理方式是债券重组。但主权国家的债务类目繁多, 既包括本外币债券还包括贷款等其他形式的负债, 推进主权债务重组时既要考虑整体的债务包, 还要按照发达国家官方债权人及国际组织的政策要求进行, 且目前缺乏全球有效的主权债券重组机制。作为占比较小主权债券投资人, 能够控制和谈判的余地并不大, 而且主权债券投资人通常为数量巨大的分散的商业机构, 不具备信息优势, 还有集体行动困境。主权债券重组过程中的纠纷更是时有发生, 例如由于对阿根廷 2005 年提出的债券交换要约不满, 美国法院受理了 130 多起以阿根廷为被告的主权债券纠纷案, 而德国法院则受理约 470 起。目前较为常用的解决主权债券重组纠纷的事前

^① https://uncitral.un.org/zh/texts/arbitration/conventions/foreign_arbitral_awards/status2.



合同手段和事后救济手段,也很难高效有序地解决。

鉴于此,在当前全球债务规模激增、经济下行的背景下,发展外国主权债券市场应当考虑以下几方面问题。

一是在推动主权债券市场发展的过程中,应充分认识当前主权债务风险。二是加强对主权债务担保机制研究,探索在

充分平衡风险与收益的情况下,开展主权债务担保,并做好跨境担保相关机制和基础设施保障。三是选择合适自身市场发展需求的集体行动条款,尽量避免加强版的集体行动条款对小部分债权人造成利益侵害。四是研究和探索合意的主权债券重组纠纷解决机制。^[N]

学术编辑: 陈俊君

参考文献

- [1] 郭华春.主权债务关系的跨国法治研究[M].北京:北京大学出版社,2017.
- [2] 李皓.主权债券违约处置法律制度研究[M].北京:中国金融出版社,2017.
- [3] 联合资信.主权违约原因与违约特点研究[R].2018.
- [4] 朱丹丹,黄梅波.主权债务的国际规则研究[M].厦门:厦门大学出版社,2017.
- [5] Beers D, de Leon-Manlagnit P. The BoC-BoE sovereign default database: what's new in 2019?[J].2019.
- [6] IIF.Global Debt Monitor-EM Debt: The Good, the Green and the Ugly[R].2022.
- [7] Manov A. Shooing the vultures?: The case for investment treaty protection of sovereign debt[J]. ARBITRATION INTERNATIONAL, 2021, 37(1):325-353.
- [8] Ortolani P. Are bondholders investors? Sovereign Debt and Investment Arbitration after Poštová[J].Leiden Journal of International Law, 2017, 30(2):383-404.

Sovereign Debt Restructuring Reviewing From the Perspective of Bond Investor Protection

YANG Jianjian¹ LI Fangzhu²

(1.International Department, NAFMII;2.Capital Institute of Innovative Design)

Abstract As the scale of global sovereign debt increases, there is a growing discussion about being wary of sovereign debt default risks. It is more practical to study how to deal with the sovereign debt crisis and effectively carry out debt restructuring to help creditors compensate for their losses. The holders of sovereign bonds, especially foreign currency sovereign bonds, are more diverse and heterogeneous, making debt disposal more difficult and complex. This paper aims to analyze sovereign debt restructuring from the perspective of bond investor protection, study the mechanism of general sovereign debt restructuring and investor relief methods, especially how to protect the sovereign bond investors, and provide reference for deepening the opening up of China's bond market.

Keywords sovereign debt restructuring, bonds, investor protection

JEL Classification G32 H63 K33