

Vezměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

# Podmíněné a perpetuální dluhové nástroje suverénů

Suverénní dluh, jeho velikost, podoba i obsluha jsou minimálně od konce roku 2009, kdy došlo k přeměně prvotní, bankovní krize, v dluhovou krizi suverénů, předmětem zvýšeného zájmu odborné veřejnosti i médií. V rámci debat o (například v případě Řecka nevyhnutelné[1]) restrukturalizaci suverénních dluhů se v krizových časech objevují i nekonvenční idey ohledně žádoucí podoby právní a ekonomické struktury suverénních dluhů. Cílem tohoto příspěvku je z právního a teoretického hlediska popsat tři poměrně neortodoxní kategorie takových návrhů.

Suverénní dluh podléhá stejným zákonům nabídky a poptávky jako jakékoliv jiné zboží nebo služba. Výše dluhu a jeho příslušenství, časový profil a podmínky splácení i ostatní významné aspekty suverénního dluhu (jako například otázka, kterým právním řádem se daný dluhový nástroj řídí) v konečném důsledku závisí od balancování protichůdných zájmů (potenciálního) dlužníka a věřitelů. Přitom existují situace, kdy oboustranně nejvýhodnějším řešením může být to, kdy dluhový nástroj nemá dopředu pevně stanovené splátky (a jejich výše je flexibilní), nebo dluhovému nástroji chybí konečná dlužní částka. Druhá jmenovaná možnost bývá označována jako perpetuální dluhový nástroj.[2] A z historického hlediska lze vyzorovat minimálně dva mechanismy, jak flexibilitu splátek (tedy první jmenovanou možnost) přetavit do právní podoby: (i) tzv. *bisque clause* (*bisque* doložka)[3], anebo (ii) mechanismus automatického přizpůsobování výše splátek. Všechny tři kategorie teď stručně představím.

## Bisque doložka

Suverénní dlužník a věřitel(é) si v rámci dohody o dluhové restrukturalizaci mohou sjednat tzv. *bisque* doložku. Tato doložka opravňuje dlužníka z vlastní vůle a případně za splnění předem stanovených podmínek pozdržet plnění některých splatných částek vyplývajících z dluhového nástroje do budoucna. Odložení plnění se může týkat jak splátek jistiny, tak i příslušenství dluhu (výnosů), včetně možnosti plnit splatnou sumu pouze částečně.[4] Dlužník má posléze povinnost plnit odložené platby v pozdějším období, přičemž za účelem splnění povinnosti řádného plnění mohou být ze strany věřitele vyžadována další plnění (např. vyšší nebo dodatečné úroky).

Z praktického hlediska lze *bisque* doložku implementovat do právního vztahu rozmanitými strukturami. Jednou, poměrně triviální z nich, by bylo použití mechanismu v podobě put opce.[5] Na jejím základě by suverénní dlužník nebyl povinen uhradit aktuálně splatnou dlužní částku peněžní platbou, ale namísto toho by získal právo (nikoliv povinnost) svůj dluh splnit emitováním nového dluhového nástroje a jeho předáním věřiteli. Podmínky takového nově emitovaného dluhového nástroje (tj. zejména jeho jmenovitá hodnota, výnos a doba splatnosti) by samozřejmě museli odpovídat dohodě o restrukturalizaci dluhu mezi suverénním dlužníkem a věřitelem.

Dlužníkovi je tedy díky *bisque* doložce umožněné flexibilně redukovat aktuálně splatné dluhy na úkor vyšších splátek v budoucnu. Doložku však lze strukturovat i takovým způsobem, že kromě dlužnických zájmů chrání také zájmy věřitele. V takovém případě může obsahovat další podmínky nebo hodnoty ukazatelů, které musejí být naplněny pro to, aby ji dlužník mohl uplatnit. Nejběžnějšími „spouštěči“ (angl. *triggers*) *bisque* doložky mohou být ukazatele (např. meziročního)

růstu HDP, výše nominálního HDP, míry inflace, konkrétního cenového indexu[6], měnového kurzu, fiskálních příjmů suveréna[7] nebo například poměru dovozu a vývozu[8]. V důsledku těchto dodatečných podmínek tak dlužník nemůže *bisque* doložku uplatnit libovolně, ale musí dojít ke splnění pro věřitele významných ekonomických skutečností. Taková „široce pojatá“ *bisque* doložka tak věřiteli zaručuje plnění dluhu v obdobích dlužníkovy ekonomického rozmachu a současně chrání dlužníka poskytnutím diskrece v časech nepříznivých hospodářských podmínek.

### **Automatické přizpůsobování výše splátek**

I pokud suverénní dlužník nedisponuje smluvní diskrecí obdobnou *bisque* doložce, stále je možné, aby výše jeho aktuálně splatných dluhů měla flexibilní charakter. V takovém případě je potřebné emitovat podmíněné dluhové nástroje, jejichž výnos nebo splátky jsou determinovány dopředu stanoveným vzorcem. Přeměnnými v tomto vzorci pak opět mohou být konkrétní ukazatele hospodářské výkonnosti suverénního dlužníka nebo jejich kombinace, obdobné těm, které jsou využitelné pro účely *bisque* doložky.

Z teoretického hlediska se zdá, že (zejména pro rozvojové krajiny) nejvýznamnějším nástrojem z této kategorie by mohli být právě dluhové nástroje navázané na růst HDP. Nižší riziko defaultu v důsledku *de facto* pojištění suveréna pro případ nepříznivých hospodářských výsledků jako i možnost investorů zaujmout pozice na budoucí růst[9] (nebo pokles v případě derivátů z těchto nástrojů) se jeví jako rozumné odůvodnění jejich existence. Otázka správného ocenění takových nástrojů jako i morální hazard vyplývající z možností dlužníka ovlivňovat výši splátek přizpůsobením své ekonomické výkonnosti[10] však zatím brání většímu rozšíření těchto nástrojů.

Nástrojem teoreticky spadajícím do kategorie dluhových nástrojů s automatickým přizpůsobováním výše splátek patří i proti-inflační státní dluhopisy České republiky. Tyto dluhopisy se jmenovitou hodnotou 1 Kč a emisním kurzem 100% nesou pohyblivý výnos určený v závislosti od změny indexu spotřebitelských cen (tedy míry inflace).[11] Jelikož je ale výnos z tohoto dluhopisu reinvestován (tj. namísto pravidelné výplaty výnosu jsou na účet upisovatele připsány další dluhopisy v hodnotě výnosu) a Česká republika je povinna vyplatit ho až v době splatnosti dluhopisu společně se jmenovitou hodnotou dluhopisu,[12] výhody průběžné změny výše splátek se zčásti stírají.

Konečně, do kategorie dluhových nástrojů s proměnlivou výší výnosu (nebo splátek) lze zařadit i tak běžné dluhopisy, jako ty, jejichž výnos závisí od mezibankovních nebo jiných referenčních úrokových sazeb. Jelikož ale jde o nástroje, které se vedle dluhopisů s fixním kupónem používají nejvíce, není potřebné věnovat jim v tomto článku zvláštní pozornost. Navíc, výnos z těchto nástrojů se počítá dle jednoduchých vzorců neobsahujících dodatečné podmínky (např. povinnost platit kupon až pokud je růst HDP vyšší než 3 %), nejde tedy o podmíněné dluhové nástroje v pravém slova smyslu.

### **Perpetuální dluhové nástroje**

Perpetuálním dluhovým nástrojem je dluhový nástroj, který nemá stanovenou dobu splatnosti nebo splatnou částku. Výměnou za splacení emisního kurzu tak jeho upisovateli respektive vlastníkovi v podstatě generuje pouze pravidelný výnos bez nároku na obdržení jmenovité hodnoty nástroje. Nejstarší takové nástroje, tzv. konsoly neboli konsolidované anuity, byly emitovány Velkou Británií ještě v polovině 18. století a kupon z některých z nich Británie vyplácí doteď.[13] Emisi obdobných konsolů inicioval také W. Churchill v roce 1927 za účelem úhrady splacení dluhopisů vydaných pro financování první světové války.[14]

Prominentními se tyto nástroje staly v důsledku argentinské restrukturalizace dluhu po bankrotu v letech 2001 - 2002. V ní Argentina vyměnila své klasické dluhopisy mimo jiného i za certifikáty bez definitivně stanovené splatné částky (tedy bez jmenovité hodnoty), přičemž výnos těchto certifikátů

je podmíněn růstem argentinského reálného HDP. Pokud argentinské HDP překonává základní benchmark, výnosy z certifikátu se vyplácejí. V opačném případě k výplatě kuponu nedochází. Vlastníci těchto certifikátů však v průběhu časově omezené platnosti certifikátu (do roku 2035 nebo do dosažení stanovené horní částky)[15] neobdrží více než 48% jeho emisního kurzu,[16] nejde proto o přesnou obdobu „nekonečných“ konsolů emitovaných Velkou Británií.

I v rámci restrukturalizace řeckého dluhu v roce 2012 byly dluhové nástroje, jejichž výnos je navázán na růst HDP (i když s jiným mechanismem výpočtu výnosu než v případě Argentiny), vyměněny za v minulosti emitované dluhopisy se standardními podmínkami. Na rozdíl od argentinských certifikátů však řecké dluhové nástroje i při splnění všech podmínek nevyplácejí víc než 1% emisního kursu.[17] Na druhé straně, v tomto případě jde o skutečně perpetuální „bondy“, tj. tyto nástroje nemají stanovený datum splatnosti. Konečně, za restrukturalizaci řeckého dluhu obdobnými nástroji argumentoval i již bývalý řecký ministr financí Yanis Varoufakis.[18]

V této souvislosti je pro ilustraci vhodné upozornit i na podobu zákona č. [190/2004 Sb.](#), o dluhopisech, v aktuálně účinném znění. Podle § 2 uvedeného zákona se dluhopisem rozumí „*cenný papír[...], s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku[...]*“. Právní úprava ČR tedy v případě dluhopisu vyžaduje, aby měl jmenovitou hodnotu, a aby k jejímu splacení došlo v dopředu stanoveném okamžiku. Nastání tohoto okamžiku přitom nesmí být nejisté ani záležet od splnění určité podmínky.[19] Pokud cenný papír tento zákonem stanovený předpoklad nespĺňuje, jde o cenný papír inominátní a nelze ho považovat za dluhopis podle zákona o dluhopisech.[20] Lze proto dovodit, že nástroje obdobné těm, jež byly vydané Velkou Británií, Řeckem nebo Argentinou, český právní řád nepokládá za dluhopisy, a na základě první hlavy druhé části zákona o dluhopisech je tedy nelze vydat.

## Závěr

Jak *bisque* doložka, tak i perpetuální dluhové nástroje a některé kategorie podmíněných dluhových nástrojů nejsou běžně používanými instrumenty pro správu suverénního dluhu. Jak je ale z prezentované kategorizace a historické zkušenosti také zřejmé, individuální dluhový nástroj může současně nést znaky více kategorií nebo jejich kombinaci. Je proto otázkou, jestli flexibilita, kterou umožňují, není neoprávněně přehlížena. Na druhé straně, vzhledem k jejich podobě lze některé nástroje z praktického hlediska považovat již spíše za kvazi-účastnický (*equity*) než za dluhový (*debt*) nástroj. Oprávněný z takového nástroje totiž s dlužníkem sdílí jeho hospodářskou situaci, na rozdíl od typických (soukromých) účastnických nástrojů se ale nepodílí na řízení dlužníka. Chybějící důležitý (řídící) aspekt účastnických cenných papírů tak může podstatně snižovat potenciální zájem věřitele vlastnit takový nástroj. Až budoucnost tedy ukáže, jestli tyto nástroje mohou dostat větší prostor na trhu so suverénním dluhem.



**Mgr. Tomáš Cuník, LL.M.**

e-mail: [cunik.tomas@gmail.com](mailto:cunik.tomas@gmail.com)

---

- [1] Greece: An Update of IMF Staff's Preliminary Public Debt Sustainability Analysis. IMF Country Report No. 15/186 [online]. IMF 2015. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (citováno 21. 8. 2015). Otázku, lze-li vůbec suverénní dluh někdy považovat za neudržitelný, jelikož státy mají v podstatě neomezenou moc zdaňovat své rezidenty a tím i neomezený zdroj příjmů, však v tomto textu ponechávám stranou. K tomu viz Hagan, S. „Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt.“ *Georgetown Journal of International Law*, 36, 2, 2005. s. 299 - 402.
- [2] Viz např. Obecnou část Důvodové správy k návrhu zákona č. 137/2014 ze dne 18. června 2014, kterým se mění zákon č. [190/2004](#) Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.
- [3] Angl. *bisque* podle - dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) - znamená “[a]n advantage allowed an inferior player in certain games, such as a free point in tennis, an extra turn in croquet, or an additional stroke in golf.” O překlad pojmu *bisque* se v tomto textu nebudu pokoušet.
- [4] Např. v rámci dohody o restrukturalizaci dluhu Indonésie v 60. letech byla tato oprávněna odložit polovinu úhrad jistiny splatných v prvních několika letech účinnosti dohody o restrukturalizaci. Viz *The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: The Paris Club*. UNCTAD Discussion papers, No. 192, November 2008.
- [5] *Ibid.*, s. 28.
- [6] Na základě dohody o restrukturalizaci z roku 1986 bylo Mexiku jako významnému ropnému exportérovi umožněno odložit platbu splátek v případě, že cena ropy klesne pod stanovenou hodnotu. Viz *Ibid.*, s. 8.
- [7] Viz např. Schroder et al. „GDP-linked Bonds as a Financial Tool for Developing Countries and Emerging Markets.“ *Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 04-64*. 2004.
- [8] Anglo-americká dohoda o půjčce z roku 1946 Velkou Británii osvobodila od placení 2 % úroku z půjčky v případě, že její příjmy v zahraničních měnách nedosahovali úroveň předválečných dovozů. Viz např. Mason E. S. a Asher, R. E. *The World Bank Since Bretton Woods*. Brookings Institution Press, 1973. s. 216.
- [9] Ruban, Oleg A. et al. *GDP Linked Bonds: Contract Design and Pricing*. 7. října 2008. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (citováno 3. 9. 2015).
- [10] Viz např. oprávněné stížnosti zainteresovaných osob včetně MMF na spolehlivost oficiálních statistik Argentiny. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#).
- [11] Sdělení Ministerstva financí ze dne 4. listopadu 2013, jímž se určují emisní podmínky pro Proti-inflační spořicí státní dluhopis České republiky, 2013-2020 II, CPI %, bod 16 Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (citováno 3. 9. 2015).
- [12] *Ibid.*, bod 24.
- [13] Součástí podmínek těchto konsolů je i oprávnění kdykoliv iniciovat jejich zpětný odkup. Viz *National Debt Conversion Act of 1888*, Kapitola 2. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (citováno 11. 9. 2015).
- [14] Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (Citováno 11. 9. 2015).
- [15] Viz relevantní dodatek k prospektu zveřejněný na stránkách U.S. Securities and Exchange Commission při veřejné nabídce k výměně dluhových nástrojů, s. S-64. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (citováno 3. 9. 2015).
- [16] *Ibid.* s. S-65.
- [17] Výroční správa Helénské republiky za rok 2011 zveřejněna na stránkách U.S. Securities and Exchange Commission, s. F-48. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#) (Citováno 3. 9. 2015)
- [18] Greece finance minister reveals plan to end debt stand-off. *Financial Times* [online]. 2. února 2015. Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#). (citováno 7. 9. 2015).
- [19] Viz Důvodová správa k bodům 1 a 7 návrhu zákona č. 137/2014 ze dne 18. června 2014, kterým se mění zákon č. [190/2004](#) Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.
- [20] Viz Obecnou část Důvodové správy k návrhu zákona č. 137/2014 ze dne 18. června 2014, kterým se mění zákon č. [190/2004](#) Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

## Další články:

- [Daňová ztráta a její vliv na lhůtu pro stanovení daně](#)
- [Novinky z české a evropské regulace finančních institucí za měsíc duben 2026](#)
- [Zaměstnanecké benefity dle ustanovení § 6 odst. 9 písm. d\) zákona o daních z příjmů v roce 2026](#)
- [Flotilová novela: Kdo a kdy musí nově získat licenci k distribuci pojištění?](#)
- [Novinky z české a evropské regulace finančních institucí za měsíc březen 2026](#)
- [Převodní ceny v judikatuře a sporech se správcem daně](#)
- [Nový daňový režim ESOP v České republice od roku 2026. Posun k ekonomické realitě a mezinárodním standardům?](#)
- [Preventivně-sankční funkce náhrady nemajetkové újmy za porušení osobnostních práv pohledem Ústavního soudu](#)
- [SCHEJBAL& PARTNERS stáli u získání jedné z prvních licencí dle MiCA v ČR](#)
- [Mezinárodní dožádání a lhůta pro stanovení daně: kritéria účelnosti, věcnosti a včasnosti v judikatuře](#)
- [Prověřování zahraničních investic a kybernetická regulace: řízená služba jako nová transakční proměnná](#)