5. 5. 2020

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

Startupy a právo I.: Ochrana proti ředění podílů (anti-dilution)

V prvním díle našeho nového seriálu zaměřeného na právní otázky startupů, včetně jejich financování a obvyklých smluvních ujednání se podíváme na ochranu proti ředění podílů (v angličtině: anti-dilution protection), kterou v některých případech vyžadují zejména větší finanční investoři nebo venture kapitálové fondy. Vedle likvidační preference (o níž pojednáme v následujícím díle této série článků) představuje anti-dilution protection jeden z nejčastěji používaných institutů ochrany investorů, resp. institutů pro částečné snížení rizika plynoucího z vysoce rizikového investování.

Ačkoliv se jedná o institut, který není úplně častý v českém právu (jeho aplikovatelností dle zákona o obchodních korporacích se zabýváme v předposlední části níže), je vhodné, aby se s ním seznámili přinejmenším všichni **zakladatelé startupů**, kteří usilují o investice od VC fondů nebo zahraničních investorů.

Zatímco v ideálním případě se **valuace startupu** zvyšuje a pozdější investoři kupují podíly ve společnosti za vyšší cenu než investoři, kteří poskytli financování startupů dříve, výjimečné nejsou ani situace, kdy je tomu naopak. Důvodem například může být, že se původní valuace ukáže být vzhledem k situaci na trhu příliš vysoká nebo se společnost dostane do finančních problémů a potřebuje rychle získat hotovost i za cenu vydání nových akcií za nižší cenu než v předchozím kole financování. Takové kolo financování se nazývá **down round**.

Investoři obvykle počítají s naředěním velikosti svých podílů, pokud se valuace společnosti zvyšuje, popř. pokud si chtějí zachovat svůj původní procentuální podíl, mohou si na základě obvyklého předkupního práva přikoupit v dalších investičních kolech část nově vydaných akcií. Zatímco **při investičním kole společnosti s rostoucí valuací** tedy **není zvláštní ochrana proti ředění obvyklá**, při nepopulárních down rounds chtějí být investoři zcela nebo alespoň částečně **chráněni před znehodnocením své investice** (tedy naředěním jejich podílů ve spojitosti se snížením valuace společnosti). Důvodem takové ochrany je rovněž nežádoucí dopad do účetnictví investorů, kteří obvykle oceňují své portfolio na bázi tržní valuace a při absenci ochrany proti ředění by museli při down round reportovat ztrátu.

V anglosaském prostředí proto vznikly tři standardizované typy ujednání, která před takovým znehodnocením investice **investory nebo jiné držitele preferenčních akcií chrání**, a to na základě výpočtu zohledňujícího různý emisní kurs při jednotlivých investičních kolech. Všechny tři typy ochrany, které níže podrobněji rozebíráme, určují, kolik dalších akcií investor chráněný proti ředění v investičním kole down round získá a liší se pouze mírou jeho ochrany.

Samozřejmě jakákoliv ochrana proti ředění určité skupiny akcionářů jde při down round ruku v ruce s větším naředěním procentuálních podílů držitelů kmenových akcií (v největší míře u ustanovení Full Ratchet). Rovněž je třeba brát při vyjednávání v úvahu, že příliš silná ochrana proti ředění stávajících investorů (zejména v kombinaci s příliš vysoko nastavenou valuací) může odradit budoucí investory, a tak ve svém důsledku poškodit i investory, v jejichž prospěch slouží.

Full Ratchet

První a nejjednodušší typ ochrany nazývaný se *Full Ratchet* (český ekvivalent bohužel neexistuje, doslovně lze přeložit jako *„úplná západka“*). Obdobně jako jednoduchý stroj západka slouží k zabránění zpětného pohybu, ustanovení Full Ratchet zcela brání tomu, aby down round a snížení valuace společnosti mělo na investora negativní dopad. Držitelům preferenčních akcií totiž zajišťuje, že budou moci upsat takové množství nových akcií, aby průměrné emisní ážio za jednu jejich akcii odpovídalo emisnímu ážiu stanovenému pro nového akcionáře v aktuálním investičním kole down round.

Příklad využití Full Ratchet

Pokud například při aplikaci ustanovení typu Full Ratchet investor **v prvním investičním kole koupil 100 akcií startupové společnosti**, z nichž každá měla emisní ážio 100.000,- Kč (tj. celkem za akcie zaplatil 10 mil. Kč plus jejich nominální hodnotu) a ve druhém investičním kole jsou akcie vydávány za emisní ážio 80.000,- Kč za jednu akcii, investor chráněný proti ředění bude moci v druhém investičním kole upsat 25 dalších akcií (v článku dále tyto akcie rovněž označujeme jako „kompenzační akcie“) pouze za jejich nominální hodnotu.

Za původně investovaných 10 mil. Kč **dostane tedy chráněný investor celkem 125 akcií**, z nichž za každou zaplatí emisní ážio ve výši 80.000,- Kč. Cena tím pádem bude odpovídat aktuální valuaci při down round investičním kole a toto snížení valuace společnosti nebude mít na investora žádný negativní dopad, resp. do jeho účetnictví.

Částky nezohledňují jmenovitou cenu akcií (proto nemluvíme o emisním kursu, ale o emisním ážiu, tj. rozdílu mezi emisním kursem a jmenovitou hodnotou akcie), kterou budou muset **investoři navíc zaplatit** jak při první, tak při druhé emisi z důvodu § 247 odst. 1 zákona o obchodních korporacích (viz níže), který neumožňuje, aby emisní kurs akcie byl nižší než její jmenovitá hodnota.

Narrow-Based Weighted Average Ratchet

Druhé a třetí používané ujednání jsou poněkud složitější, když pomocí **výpočtu váženého průměru** zohledňují i **částky**, které byly získány v jednotlivých investičních kolech a **celkový počet akcií**, které jsou proti ředění chráněny (v případě Narrow-Based Weighted Average Ratchet), resp. v rozšířené verzi Broad-Based Weighted Average Ratchet i kmenové akcie, zaměstnanecké opce, konvertibilní úvěry apod.

Tato dvě ustanovení chrání investory před znehodnocením investice jen do určité míry, počítají s jejich participací na snížení valuace společnosti a jsou tak o něco výhodnější pro ostatní nechráněné investory, jejichž akcie nebudou naředěny tolik, jako v případě aplikace ustanovení Full Ratchet. Takové ustanovení **zcela nezabrání negativnímu dopadu do účetnictví investora**, pouze jeho dopad zmírní.

Příklad využití Narrow-Based Weighted Average Ratchet

Pro ilustraci aplikace Narrow-Based Weighted Average Ratchet tentokrát vezměme případ, kdy v Series A investičním kole byli **dva investoři chránění proti ředění**, z nichž investor č. 1 upsal 100 akcí a investor č. 2 200 akcií, oba za emisní ážio ve výši 100.000,- Kč na jednu akcii (tj. první investor upsal akcie za emisní ážio ve výši 10 mil. Kč, druhý 20 mil. Kč). Při dalším investičním kole však poklesne emisní ážio startupem vydávaných akcií (a tedy i tržní valuace společnosti) na 80.000,- Kč a bude celkem za tuto cenu vydáno 400 akcií různým investorům (tj. celkové emisní ážio získané touto emisí bude činit 32 mil. Kč).

V takovém případě bude při **aplikaci ustanovení Narrow-Based Weighted Average Ratchet** investor č. 1 oprávněn za jmenovitou cenu upsat 13 kompenzačních akcií a investor č. 2 26 kompenzačních akcií (vypočítáno na základě váženého průměru emisního ážia za jednu upsanou akcii při prvním a druhém investičním kole, zaokrouhleno na celé akcie). Investor č. 1 tedy v takovém případě za emisní ážio 10 mil. Kč upíše celkem 113 akcií a investor č. 2 za 20 mil. Kč upíše celkem 226 akcií. Oba tedy ve výsledku za jednu akcii zaplatí emisní ážio přibližně 88.495,- Kč, což je částka odpovídající váženému průměru emisního ážia akcií z prvního a druhého investičního kola (při zaokrouhlení na celé akcie).

Broad-Based Weighted Average Ratchet

Ujednání typu Broad-Based Weighted Average Ratchet je velice podobné předchozímu ustanovení, liší se pouze v tom, že při výpočtu váženého průměru zohledňuje vedle celkového počtu akcií vydaných při jednotlivých emisích a celkových částek za ně uhrazených, rovněž **ostatní akcie, opce k úpisu akcií** (například zaměstnanecké opce) nebo **pohledávky ve formě konvertibilních úvěrů** a podobných instrumentů.

Tento způsob ochrany proti ředění bývá v současné době v anglosaském prostředí při investicích VC fondů používán nejčastěji, pravděpodobně proto, že je považován za nejspravedlivější pro zakladatele, jelikož se investor v největším míře podílí na eventuálním poklesu valuace společnosti. Držitelé preferenčních akcií totiž při aplikaci tohoto ustanovení upisují při down rounds v porovnání s výše uvedenými ujednáními zpravidla nejnižší množství kompenzačních akcií. Zároveň takový způsob ochrany bude v praxi **nejméně odrazovat potenciální investory**, kteří by měli participovat na down round investičním kole (narozdíl od ochrany typu Full Ratchet).

Aplikovatelnost ustanovení proti ředění podílů dle českého práva

Výše popsaná ujednání jsou častá především v anglosaských zemích a nebývají vždy standardní součástí smluvní dokumentace v případě českých **investic do startupů**. Je tedy na místě se především ptát, zda jsou vůbec realizovatelné dle platného českého práva, zejména dle úpravy akciové společnosti v zákoně o obchodních korporacích?

§ 276 zákona o obchodních korporacích obsahuje pouze demonstrativní výčet zvláštních práv, která mohou být spojena s akciemi („*S akciemi se zvláštními právy může být spojen zejména rozdílný, pevný nebo podřízený podíl na zisku nebo na likvidačním zůstatku, anebo rozdílná váha hlasů. S akciemi o stejné jmenovité hodnotě mohou být spojena různá zvláštní práva.*“). **Není tedy vyloučeno, aby s určitými akciemi byla spojena i jiná v zákoně výslovně neuvedená práva.**

Právo na přednostní úpis akcií při nové emisi spojené s preferenční akcií chráněnou proti ředění dle našeho názoru může narazit na určitá úskalí v podobě zákazu omezování přednostního práva akcionářů na upsání nových akcií dle § 487 („*Přednostní právo nelze ve stanovách omezit ani vyloučit.*“) ve spojení s § 484 odst. 1 zákona o obchodních korporacích („*Každý akcionář má přednostní právo upsat část nových akcií společnosti upisovaných ke zvýšení základního kapitálu v rozsahu jeho podílu, má-li být jejich emisní kurs splácen v penězích.*“). Přednostní právo může omezit nebo vyloučit pouze valná hromada, navíc takové omezení nebo vyloučení musí platit pro všechny akcionáře, týkat se pouze konkrétního zvýšení základního kapitálu a musí být v důležitém zájmu společnosti (§ 488 ZOK).

Aby tedy mohlo být realizováno přednostní právo k úpisu akcií při nové emisi, museli by se akcionáři svého práva vzdát tak, aby akcionář, jehož akcie jsou chráněny proti ředění, mohl nové akcie nabýt. Ačkoliv omezení práva přednostního úpisu pro některé akcionáře ve stanovách by bylo v rozporu s §

487 ZOK, **nic nebrání tomu, aby se ostatní akcionáři** (například v investiční smlouvě, jež má charakter vedlejšího ujednání) **zavázali, že se v budoucnu tohoto práva vzdají a umožní investorovi při down round kompenzační akcie nabýt**.

Vzhledem k tomu, že český zákon o obchodních korporacích (§ 247 odst. 1) neumožňuje, aby emisní kurs akcie byl nižší než její jmenovitá hodnota, budou chránění akcionáři zpravidla upisovat kompenzační akcie za jmenovitou hodnotu akcie (pokud nebude dohodnuto jinak).

Problematické by dále mohlo být **vydávání kompenzačních akcií v rámci jedné emise s novými investorskými akciemi**, jelikož dle § 485 odst. 1 písm. c) ZOK se emisní kurs *„určí tak, aby byl pro všechny akcie, které lze upsat s využitím přednostního práva, stejný, může však být odlišný od emisního kursu akcií upisovaných jinak“*. Citované ustanovení sice umožňuje, aby novému investorovi byly akcie nabídnuty v rámci emise za jiný emisní kurs než stávajícím akcionářům uplatňujícím přednostní právo, neumožňuje však, aby byly v rámci jedné emise nabídnuty k uplatnění přednostního práva akcie různým dosavadním akcionářům (tj. akcionářům držícím „anti-dilution“ akcie a akcionářům držícím kmenové akcie) za různé emisní kursy.

Zatímco kompenzační akcie ve prospěch držitelů preferenčních akcií budou obvykle upisovány za emisní kurs odpovídající jmenovité hodnotě, ostatní investorské akcie budou přednostně nabízeny dosavadním akcionářům za vyšší emisní kurs odpovídající aktuální valuaci společnosti (tj. za emisní kurs, který je za akcie ochoten zaplatit nový investor). Z tohoto důvodu tedy bude v praxi vhodné kompenzační akcie **vydat v samostatné emisi** následující těsně po emisi související se vstupem nových investorů (nic nebrání tomu, aby o vydání kompenzačních akcií bylo rozhodnuto v rámci stejné valné hromady).

Vzhledem k poměrně rigidní úpravě přednostních práv akcionářů může společnost alternativně zvolit **vtělení výše popsané anti-dilution ochrany akcionářů držících preferenční akcie do opčních listů** (ve smyslu § 295 an. ZOK). V takovém „anti-dilution“ opčním listu bude možné detailně popsat výše nastíněné podmínky, za jakých budou akcie chráněnému akcionáři vydány a v jakém množství. Opční list zajistí, že jeho vlastník bude mít přednostní právo k upsání akcií před ostatními akcionáři (jejichž právo vyplývá z § 484 an. ZOK), aniž by se tito museli přednostního práva vzdávat.

Ačkoliv jsme se výše zabývali aplikací ochrany proti ředění v akciové společnosti, lze si představit její použití s drobnými odchylkami a s obdobnými úskalími jako jsou uvedena výše, i v případě společností s ručením omezeným. U s.r.o. by vydání kompenzačních podílů mohlo být provedeno buďto zvýšením základního kapitálu převzetím vkladové povinnosti společníky chráněnými proti ředění nebo přerozdělením stávajících podílů.

Co z toho plyne pro zakladatele startupů?

Ustanovení na ochranu proti ředění (anti-dilution) používaná při **financování startupů** spočívají v ochraně investorů před znehodnocením investice do startupu při tzv. down rounds, kdy dochází ke snížení valuace společnosti dosažené při předchozím investičním kole. Takovou ochranu často požadují zejména zkušení zahraniční investoři nebo VC fondy, a přestože výše nastíněná ujednání pocházejí z anglosaského prostředí, lze si je dohodnout i podle české úpravy obchodních společností.

Ze strany **zakladatelů startupů** často nebývá těmto ustanovením smluvní dokumentace přikládán velký význam, jelikož předpokládají další růst společnosti a neočekávají, že dojde k nutnosti financování prostřednictvím down rounds. Je však třeba si uvědomit, že taková ochrana (zejména v podobě ustanovení *Full Ratchet*) přináší riziko spočívající nejen v tom, že podíly dosavadních nechráněných akcionářů mohou být výrazně naředěny, ale také může **způsobit neochotu nových investorů vstupovat do společnosti.**

Ferdinand Fořt

PIERSTONE

PIERSTONE s.r.o., advokátní kancelář

Perlová 371/5
110 00 Praha 1

Tel.: +420 224 234 958

© EPRAVO.CZ – Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- Vysokorychlostní variace dle smluvních podmínek FIDIC: případová studie z D5507
- Od konkurenční doložky k právní nejistotě: kontroverzní výklad Nejvyššího soudu v rozsudku 27 Cdo 1236/2024
- Jak dlouho po podání žádosti o vydání stavebního povolení musí žadatel udržovat podkladová stanoviska platná a aktuální?
- Compliance z pohledu obchodní korporace a přínos compliance programu pro obchodní korporaci
- Obchodní vedení společnosti
- Byznys a paragrafy, díl 12.: Právní Due Diligence
- Nařízení odstranění černé stavby aneb Když výjimka potvrzuje pravidlo
- Investiční dotazník u právnických osob a test vhodnosti
- Řádné prověření podnětu jako podklad pro místní šetření (nález Ústavního soudu)
- Přístupnost k vybraným výrobkům a službám po implementaci Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/882 ze dne 17. dubna 2019 o požadavcích na přístupnost u výrobků a služeb – na koho dopadne nová právní úprava?
- Ověření podpisu advokátem a „nestrannost“ advokáta