

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

## Startupy a právo II.: Přednostní práva investorů

V druhém článku ze série věnované startupům se podíváme na další preferenční práva, která v některých případech požadují investoři. Podrobněji se podíváme na likvidační preference, přednostní dividendu a na ustanovení „pay-to-play“. Zabýváme se mimo jiné úskalími, která jsou s nimi spojena, a to nejen z hlediska platného práva, ale rovněž upozorňujeme na ujednání, jež mohou při jejich budoucí aplikaci jednostranně znevýhodnit zakladatele startupu.

Zatímco v [prvním článku](#) nové série zaměřené na startupy a jejich financování jsme se zabývali přednostním právem, které chrání investory proti ředění jejich podílů (anti-dilution protection), v tomto článku se podrobněji podíváme další používaná přednostní práva. Konkrétně rozebereme **likvidační preference a přednostní dividendu**, byť tím samozřejmě nevyčerpáme veškerá zvláštní práva, která zejména investoři z řad venture kapitálových fondů vyžadují nebo mohou vyžadovat (dalšími jsou například preferenční hlasy na valné hromadě, právo blokovat určitá zásadní rozhodnutí, obsazovat místa v orgánech apod.). **Ustanovení „pay-to-play“ jsme do článku zařadili, ačkoliv se nejedná o přednostní právo investora. Toto ustanovení naopak může být v určitých případech vhodné k vyvážení smluvního vztahu ve prospěch zakladatelů, jelikož na základě něj lze přednostní práva investorům odebrat.**

### Likvidační preference

Nejčastějším, nejdiskutovanějším a nejrizikovějším přednostním právem, které bývá obsahem investičních smluv je tzv. likvidační preference (*liquidation preference*). Navzdory názvu se obvykle toto právo **nepoužije pouze při likvidaci společnosti**, ale rozhodná událost pro aktivaci práva bývá vymezena mnohem širěji, přičemž často zahrnuje vedle likvidace také např. fúzi, částečnou či úplnou akvizici třetí osobou, reorganizaci, prodej závodu (tj. jakoukoliv transakci, při které se změní ovládající osoba) nebo prvotní veřejnou nabídku akcií (tzv. **IPO** neboli *initial public offering*).

Likvidační preference spočívá v tom, že při aktivaci tohoto práva se **výtěžek z prodeje společnosti** (nebo z jiné události, viz výše) přerozdělí jiným způsobem, než by tomu bylo, pokud by se rozděloval poměrně k počtu akcií nebo velikosti podílů (tzv. *pro rata*). Investiční nebo akcionářská smlouva (shareholders' agreement) v takovém případě vymezení skupiny společníků/akcionářů dle označení jejich podílů/akcií a stanoví přednostní pořadí těchto skupin při rozdělování výtěžku z budoucí transakce (popř. likvidačního zůstatku ve smyslu § 187 občanského zákoníku).

Podíl každé skupiny obvykle bývá vymezen **násobkem jejich investice** nebo **pevnou částkou na jednu akcii**, s tím, že každá další skupina si rozděluje část zbylou po uspokojení výše postavených (seniornějších) skupin společníků či akcionářů obdobně jako při uspokojování věřitelů v insolvenčním řízení. Lze se setkat i s tím, že preferenční částka za jednu akcii je navýšena o úrok (např. 1 násobek emisního kursu navýšený o 4 % p. a. z emisního kursu) nebo o nevyplacené přednostní kumulativní dividendy (viz níže).

### *Participating a non-participating likvidační preference*

V praxi je pak několik způsobů aplikace likvidační preference. Jednak se rozlišuje participating a

non-participating preference. U non-participating preference se po uspokojení investora v rámci jeho třídy již investor dále nepodílí na dalším rozdělování zůstatku. Z tohoto důvodu bývá non-participating preference doprovázena ustanovením, na základě něž se likvidační preference vůbec neaplikuje, pokud by investor obdržel **vyšší částku při poměrovém (pro rata) rozdělení výtěžku** (tedy při dostatečně úspěšném exitu) nebo alternativně je spojena s právem investora před transakcí zkonvertovat preferenční akcie na kmenové akcie.

Pokud se investor i po svém uspokojení na základě likvidační preference podílí na dalším rozdělení zůstatku společně s ostatními akcionáři či společníky, tak hovoříme o tzv. participating preferenci (známé v anglosaském prostředí také pod slangovým označením „double dip“). Participating preference je samozřejmě výhodnější pro investora, a naopak méně výhodná pro ostatní akcionáře či společníky. Aby se tento nepoměr vyvážil, lze se někdy setkat i s participating preferencí v kombinaci s maximálním **nepřekročitelným podílem na výtěžku** (tzv. capem). Cap bývá dohodnut na několiknásobek investované částky.

V praxi participating preference s capem bude vypadat následovně: Pokud **investor investuje 1 mil. Kč** s 1násobnou participating preferencí a 3násobným capem, tak při rozdělování výtěžku dostane **nejprve zpět svůj 1 mil. Kč, následně se podílí do výše 2 mil. Kč** na výtěžku s ostatními akcionáři. Obdobně jako výše bývá v takovém případě ustanovení doplněno možností zkonvertovat preferenční akcie nebo podíly na kmenové, pokud by investorovi při *pro rata* dělení výtěžku připadla vyšší částka.

Při sjednávání likvidační preference záleží na okolnostech konkrétní transakce, stavu, v němž se nachází společnost, do níž investor vkládá své prostředky, stádiu financování, počtu různých tříd akcionářů atd. a lze se setkat s různorodými modely. Ačkoliv tedy nelze mluvit o obecně přijímaném standardu, tak lze říci, že určitá ustanovení (participating preference, vícenásobné preference, popř. kombinace obojího) jsou vnímána jako **jednostranně nevýhodná pro zakladatele a další akcionáře držící kmenové akcie (či nepreferenční podíly v s.r.o.)**.

V rámci **seed investic VC fondů**, které se vyznačují relativně vstřícným postojem k zakladatelům, se obvykle setkáváme s 1násobnou non-participating preferencí. V takovém případě likvidační preference (v souladu se svým původním názvem) funguje především jako pojistka, díky které investor při neúspěchu společnosti částečně sníží svoji ztrátu na úkor ostatních akcionářů nebo společníků (zejména na úkor zakladatelů, kteří jsou primárně odpovědní za úspěch či neúspěch společnosti). V případě úspěšného exitu při 1násobné non-participating preferenci totiž k aplikaci likvidační preference vůbec nedojde, jelikož dostane přednost poměrové *pro rata* dělení výtěžku.

Při sjednávání likvidační preference by však neměli být opatrní pouze zakladatelé, ale rovněž investoři. Při dalších kolech investování totiž bývá obvyklé, že **noví investoři vyžadují přednostní likvidační preferenci oproti dřívějším investorům**. Pokud tedy investor v seed kole trvá na vysoké likvidační preferenci, může se takový požadavek při dalším financování obrátit proti němu, jelikož pozdější investoři budou požadovat ještě vyšší preferenci. Vysoké likvidační preference mohou rovněž negativně působit na motivaci managementu, zakladatelů a zaměstnanců společnosti, a tak v důsledku odradit nové investory.

### *Likvidační preference a zákon o obchodních korporacích*

Český zákon o obchodních korporacích („ZOK“) počítá v § 278, že s prioritními akciemi může být spojeno přednostní právo týkající se podílu na likvidačním zůstatku (v úzkém vymezení ve smyslu § 187 občanského zákoníku). Ačkoliv zákon výslovně nepředvídá rozšíření takové preference na jiné transakce (viz výše), tak sjednání takového zvláštního práva spojeného s akciemi nebo podíly v s.r.o. ani nevylučuje. V případě aplikace s a.s. je však třeba mít na paměti, že pokud tak výslovně neurčí

stanovy, jsou prioritní akcie vydány bez hlasovacího práva (viz § 278 odst. 2 ZOK). Zároveň prioritní akcie nesmí tvořit více než 90 % základního kapitálu společnosti (§ 279 ZOK).[\[1\]](#)

## **Přednostní dividenda**

VC fondy obvykle nekládají prostředky do startupů za účelem vrácení investice v dividendách, ale ideálně směřují společnost po několika letech rychlého růstu k úplnému nebo většinovému prodeji novému majiteli za co nejvyšší cenu. Aby startup maximalizoval svůj růst, a tedy i hodnotu, tak obvykle vkládá veškeré prostředky do dalšího rozvoje společnosti, svého produktu a zvyšování počtu zákazníků. Přesto se však může stát, že společnost bude velice zisková nebo bude dlouho odkládán exit a objeví se možnost vyplacení dividend. Pro takový případ investoři někdy požadují přednostní dividendu obvykle vyjádřenou v procentech ročně z investice. Podmínky přednostní dividendy spočívají v tom, že **dalším akcionářům nebo společníkům bude možné vyplatit dividendu až po uspokojení investora.**

### *Kumulativní a nekumulativní přednostní dividenda*

V praxi se pak můžeme setkat jak s kumulativními, tak nekumulativními přednostními dividendami. **Kumulativní dividenda** je výhodnější pro investora, neboť se během let, kdy není vyplácena, kumuluje (resp. odkládá její výplata k pozdějšímu datu podobně jako úrok ze zápůjčky). Pokud například byla dohodnuta kumulativní dividenda 5 % p. a. z investované částky a společnost rozhodne o vyplacení dividendy akcionářům až po deseti letech, bude muset přednostně vyplatit 50 % investované částky investorovi (desetkrát 5 %) coby odloženou výplatu dividendy.

U **nekumulativní dividendy** k takovému každoročnímu navyšování dividendy nedochází a investor má tedy nárok na přednostní dividendu v dohodnuté výši pouze v roce, kdy je nějaká dividenda vyplácena. Ve výše uvedeném případě by po deseti letech investor držící akcii s přednostní nekumulativní dividendou obdržel 5 % z investované částky a teprve následně by byla vyplácena dividenda ostatním akcionářům.

### *Přednostní dividenda a zákon o obchodních korporacích*

**Preferenční dividenda** je obvyklá nejen u startupů, ale i u klasických společností, které mají různé typy akcií. Na rozdíl od [ochrany proti ředění](#) s preferenční dividendou výslovně počítá i český zákon o obchodních korporacích v ustanovení § 278 odst. 1 upravujícím prioritní akcie („*Akcie, se kterou jsou spojena přednostní práva týkající se podílu na zisku nebo na jiných vlastních zdrojích ... je prioritní akcie.*“). Obdobně jako výše upozorňujeme, že pokud tak výslovně neurčí stanovy, jsou prioritní akcie vydány bez hlasovacího práva a že prioritní akcie nesmí tvořit více než 90 % základního kapitálu společnosti (od 1. ledna 2021 bude toto omezení platit pouze pro akcie, s nimiž není spojeno hlasovací právo).

Dále je třeba si klást otázku, zda kumulativní přednostní dividenda nemůže být v rozporu s § 276 ZOK, tedy se zákazem práva na úrok spojený s akcií, který je nezávislý na hospodářských výsledcích společnosti. Autor tohoto článku se domnívá, že tomu tak není, jelikož ani kumulativní přednostní dividenda není vyplácena, pokud rozdělení není schváleno valnou hromadou (viz § 348 odst. 1 ZOK) a pokud o něm nerozhodne statutární orgán společnosti jednající s péčí řádného hospodáře (viz § 34 odst. 3 ZOK). Tím pádem je stejně jako jiná výplata dividend závislá na hospodářských výsledcích společnosti (viz §§ 40 a 350 ZOK).

## **„Pay-to-play“ aneb plať, abys s námi mohl hrát**

V praxi se můžeme setkat s tím, že některá přednostní práva investorů (ať už výše popsaná

ustanovení nebo anti-dilution protection popsané v [předchozím díle](#)) jsou **podmíněna dalším podílem na financování** startupu ze strany investora. Takové ustanovení se nazývá „*pay-to-play*“ (tedy v doslovném překladu: *plat, abys mohl hrát*) a jeho cílem je motivovat investora k dalším budoucím investicím do startupu.

Investor se v takovém případě dohodne se zakladateli, že se buďto bude podílet i na dalších investičních kolech (alespoň v tom rozsahu, aby si udržel stejný procentuální podíl ve společnosti, tj. *pro rata* ke své původní investici) nebo přijde o některá ze svých přednostních práv. Časté bývá **spojení se ztrátou anti-dilution ochrany**, ale můžeme se setkat i se ztrátou likvidační preference, odnětím práva obsadit místo ve statutárním orgánu nebo v dozorčí radě společnosti, ztrátou předkupního práva při dalším investičním kole, některých hlasovacích práv nebo povinnou konverzí na kmenové akcie.

Toto ustanovení dává smysl především u startupů, kde je předpokládána potřeba několika investičních kol a dále u investic, kde investor požaduje vyšší preferenční práva, než je obvyklé. Ustanovení *pay-to-play* však **může před investicí do startupu odradit některé menší fondy nebo angel investory**, jelikož nebudou chtít riskovat ztrátu některých preferenčních práv při nenavýšení jejich investice.

### Co z toho plyne pro VC investory?

Investoři jsou při financování startupů v jiném postavení než **zakladatelé společnosti** – především **nemají přímý vliv na chod společnosti, mají méně informací o produktu a trhu společnosti a vkládají do společnosti finanční kapitál s vysokým rizikem** (na rozdíl od zakladatelů, kteří obvykle do společnosti vkládají velký objem práce na jejím počátku a v dalších stádiích růstu společnosti po vstupu investorů nemusejí vždy zůstat v aktivních exekutivních rolích). Investoři proto obvykle požadují, aby se jejich nerovnovážné postavení odrazilo ve zvláštních právech spojených s jejich podíly nebo akciemi, aby měli i přes svůj (obvykle) menšinový podíl vliv na fungování společnosti a aby částečně mitigovali své vysoké riziko.

Takových práv objevujících se ve sféře investic do startupů je celá řada, v tomto a v předchozím článku [Startupy a právo I.: Ochrana proti ředění podílů \(anti-dilution\)](#) jsme probrali pouze několik **nejvíce diskutovaných ustanovení typických pro startupového financování** a dále ustanovení „*pay-to-play*“, které naopak vyvažuje disproporci v právech ve prospěch zakladatelů. Mezi další zásadní práva, kterými jsme se v článcích nezabývali patří preferenční hlasy při hlasování na valné hromadě, právo investorů jmenovat členy orgánů nebo podmínění určitých zásadních rozhodnutí o směřování společnosti souhlasem investora nebo člena orgánu, kterého investor zvolil, popř. souhlasem držitelů většiny investorských preferenčních akcií.

Preferenční práva investorů zároveň bývají doprovázena omezeními zakladatelů např. v podobě tzv. „*reverse vestingu*“ k zajištění aktivní účasti zakladatele na společnosti nebo *lock-up period*, během které nemohou zakladatelé nakládat se svými akciemi. Tato omezení probereme v některém z příštích dílů.



Ferdinand Fořt

# PIERSTONE

[PIERSTONE s.r.o., advokátní kancelář](#)

Perlová 371/5  
110 00 Praha 1

Tel.: +420 224 234 958

---

[1] Od 1. ledna 2021 dojde v tomto směru ke změně, neboť se tento zákaz bude vztahovat pouze na akcie se zvláštními právy, s nimiž není spojeno hlasovací právo. Zároveň se ustanovení přesune do § 276 odst. 2 ZOK, který bude nově znít: „*Akcie, s nimiž není spojeno hlasovací právo, mohou být vydány, jen pokud souhrn jejich jmenovitých hodnot nepřesáhne 90 % základního kapitálu.*“

© EPRAVO.CZ - Sběrka zákonů, judikatura, právo | [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz)

## Další články:

- [Byznys a paragrafy, díl 31. - létající pořizovatel ve světle nového stavebního zákona](#)
- [SCHEJBAL& PARTNERS stáli u získání jedné z prvních licencí dle MiCA v ČR](#)
- [Proč dnes více než polovina M&A transakcí ve střední Evropě nekončí podpisem](#)
- [Přehnaná, nebo důvodná prevence? Zajištění a utvrzení závazků v praxi](#)
- [Návrh nového zákona o digitální ekonomice](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 30.: Jednání za s.r.o. - zápis jednatelského oprávnění do obchodního rejstříku](#)
- [Prověřování zahraničních investic a kybernetická regulace: řízená služba jako nová transakční proměnná](#)
- [Předběžné opatření a další instituty k ochraně věřitelů při přeměnách](#)
- [Silná koruna: jaké dopady má posilující koruna na české firmy](#)
- [Problematické aspekty změn v úpravě odpovědnosti za škodu způsobenou vadou výroby](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 29.: Jednání za s.r.o. - jednatelé](#)