Rubriek onder verantwoordelijkheid van de Stichting
www.notarielestichting.nl

Stichting tot Bevordering der Notariële Wetenschap

Het participatiebewijs als investeringsinstrument

Toepassingen in de *seed, early stage,* en *growth*-fasen van een onderneming

I. Inleiding participatiebewijzen

Indien de financiering van een onderneming gepaard gaat met deelname in het kapitaal van de vennootschap waarin deze wordt gedreven, worden doorgaans door de participant aandelen verkregen.[1] Deze geven in beginsel stemrecht, vergaderrecht en winstrecht. Specifieke afspraken worden neergelegd in de statuten en in een investerings- en aandeelhoudersovereenkomst. Daarbij kunnen met betrekking tot het stemrecht en het winstrecht regelingen worden overeengekomen die afwijken van de wettelijke uitgangspunten.[2] De aandeelhouder behoudt evenwel altijd bepaalde rechten, zoals het vergaderrecht.[3] Teneinde ook die rechten uit te sluiten, wordt de figuur van certificering van aandelen veel gebruikt. De met de participant overeengekomen bijzonderheden van diens participatie worden dan nader uitgewerkt in de statuten van het administratiekantoor, de administratievoorwaarden en veelal nog in een separate participatieovereenkomst.

Participatiebewijzen worden in deze situaties nauwelijks toegepast, terwijl zij wel flexibiliteit bieden en voor de implementatie ervan de vennootschapsstructuur niet ingrijpend behoeft te worden gewijzigd. In deze bijdrage beschrijf ik op welke wijze participatiebewijzen kunnen worden toegepast bij investeringen in het kapitaal van een vennootschap.

Ik ga daarbij uit van de volgende definitie van een participatiebewijs:

> *"Een participatiebewijs is een winstbewijs dat onder de voorwaarden als opgenomen in de statuten van de vennootschap en in de aan het winstbewijs ten grondslag liggende overeenkomst, de houder ervan jegens de uitgevende vennootschap recht geeft op uitkering van de vennootschappelijke winst, uit een reserve en/ of van een liquidatieoverschot, tegen de verplichting tot storting op dat winstbewijs in contanten of in natura."*[4]

II. Voordelen en nadelen van participatiebewijzen

a. Voordelen van participatiebewijzen: een eenvoudige en flexibele structuur

Reeds in 1991 schreven Eisma en Van der Grinten dat winstbewijzen destijds niet werden gebruikt, ondanks de voordelen die zij signaleerden en waarover zij enthousiast waren.[5] Door de jaren heen is het vennootschapsrecht ingrijpend gewijzigd, met als hoogtepunten het van kracht worden van het nieuwe Burgerlijk Wetboek in 1992 en de flexibilisering van het bv-recht in 2012, waarvan de introductie van stemrechtloze aandelen een

1. Zie over financieren met eigen of vreemd vermogen onder meer Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2024/95 en de daar vermelde literatuur.
2. Zie art. 2:216 leden 6 en 7 BW in relatie tot winstrechten en art. 2:228 leden 4 en 5 BW met betrekking tot stemrecht. Een voorbeeld van een afspraak die in dat kader vaak wordt gemaakt, is het recht op een liquidatiepreferentie. Zie daarover uitgebreid: J.C. de Groodt en N.E. Dirkse, Van start-up tot Exit: de rol van liquidatiepreferentie bij growth companies, TOP 2024/345 p. 24.
3. O.g.v. het bepaalde in art. 2:227 lid 2 BW is het niet mogelijk vergaderrecht te beperken of uit te sluiten.
4. Zie over winstbewijzen: S.E. Eisma, Tussen aandeel en schuldbrief: participatiebewijzen, in: L. Timmerman e.a., Ondernemingsrechtelijke contracten, Deventer: Kluwer 1991, W.C.L. van der Grinten, Winstbewijzen als financieringsmethode, in: De bankier als jurist tegen wil en dank (Bundel Langman), Deventer: Kluwer 1991, C.A. Schwarz en J.M. Blanco Fernández, Enkele opmerkingen over het participatiebewijs, *WPNR* 1992/6045, p. 287 e.v. en meer recent: L.W. Kelterman, Winstbewijzen: een beschouwing van een ander soort belang, PE-Tijdschrift voor Bedrijfsopvolging (2017), nr 1, p. 21 e.v. en L.W. Kelterman en F. Baggerman in *WPNR* 2018/7204, p. 628 e.v., *WPNR* 2019/ 7257, p. 757 e.v. en *WPNR* 2021/7336, 618 e.v.
De voormelde definitie van 'participatiebewijs' heb ik gebaseerd op hetgeen we in deze laatste artikelen hebben onderzocht en beschreven.
5. S.E. Eisma, t.a.p., p. 27, voorzag zelfs een *"grote toekomst"* voor het instrument en W.C.L. van der Grinten, a.w., p.121., beschreef winstbewijzen als *"interessant middel tot verkrijging van eigen vermogen."*

belangrijk onderdeel was. Ondanks de vereenvoudiging van het vennootschapsrecht, kunnen winstbewijzen in bepaalde situaties nog altijd een passende oplossing bieden.
Met name voor het structureren van een 'kleine' participatie, waarmee ik doel op een private investeerder die minder dan vijf procent van het geplaatste kapitaal verkrijgt, kunnen participatiebewijzen een interessante mogelijkheid bieden naast de structuren met aandelen of certificaten. Allereerst vanwege de overzichtelijkheid van de vennootschapsstructuur: de participant sluit slechts een participatieovereenkomst met de vennootschap. De vennootschappelijke 'eigendomsstructuur' wordt hierdoor niet geraakt. En ook is het niet nodig een structuur met een extra aandeelhouder-rechtspersoon, een Stichting AdministratieKantoor, op te tuigen teneinde te voorkomen dat de participanten vergaderrecht of andere aandeelhoudersrechten hebben.
De contractuele flexibiliteit biedt mogelijkheden om de rechtsverhouding tussen de vennootschap en de participant in te vullen zoals gewenst.[6] Meer nog dan het flexibele bv-recht toestaat met betrekking tot aandelen. Het is bijvoorbeeld mogelijk een winstrecht te creëren waaraan een op maat gemaakt 'lidmaatschapsrecht' is verbonden, waarbij de participant slechts in specifieke gevallen een informatierecht of een bepaalde mate van vergaderrecht of zeggenschap heeft. De houders van participatiebewijzen kunnen voor bepaalde doeleinden zelfs als orgaan van de vennootschap worden beschouwd, aan welk orgaan een bepaalde rol met betrekking tot besluitvorming kan worden toegekend.[7]
Uitgifte en levering van participatiebewijzen kunnen plaatsvinden zonder notariële tussenkomst. Dit zou zelfs geheel digitaal kunnen plaatsvinden. Ook ten aanzien van de beëindiging van een participatiebewijs bestaat flexibiliteit. Zo kan worden bepaald dat het van rechtswege vervalt bij beëindiging van de arbeidsovereenkomst van een participerende werknemer, of na ontvangst van een bepaald totaalbedrag aan uitkeringen.
Een participatiebewijs kan zo worden vormgegeven dat het converteerbaar is in een meer of juist minder winstdelend participatiebewijs (bij het wel of niet behalen van een *milestone*). Of recht geven op omzetting ervan in aandelen, bijvoorbeeld bij bewezen geschiktheid als ondernemer of opvolger.
De afspraken die in het kader van de participatie worden gemaakt, worden veelal in eerste instantie vastgelegd in een *term sheet*. Vervolgens wordt de term sheet nader uitgewerkt in diverse participatiedocumenten (zoals: statuten en een participatie- en aandeelhoudersovereenkomst). Het voordeel van de eenvoudige structuur van participatiebewijzen is, dat een (gedetailleerde) term sheet zelf direct voor een goed deel als participatiebewijsovereenkomst kan dienen.

b. Nadelen van participatiebewijzen: onzekerheid door ontbreken wettelijke (beschermings)regeling

De flexibiliteit van winstbewijzen is tevens het grootste nadeel van het instrument. Er is geen wettelijk kader en er zijn derhalve niet veel (basis)spelregels voorhanden. En geen duidelijke bescherming voor winstbewijshouders.[8] Veel onderdelen van de participatieafspraken zullen derhalve expliciet moeten worden uitgewerkt in de statuten van de vennootschap en de participatiebewijsovereenkomst. Daarbij dient bijvoorbeeld te worden gedacht aan: de (wijze van) storting op het participatiebewijs, voorwaarden voor overdracht (kwaliteitseisen en 'blokkeringsregeling') en de waardering van de participatiebewijzen, hoe om te gaan met een uitgifte van aandelen of andere winstrechten ('(anti)verwatering') en de *exit*.
De invoering van participatiebewijzen doet een beroep op de creativiteit van de juridische beroepsbeoefenaar en diens vermogen de relatie tussen participatiebewijshouder, de aandeelhouders en de vennootschap zo volledig mogelijk te overzien. Het opzetten van de structuur kan dus bewerkelijk zijn en is maatwerk.

III. Participatiebewijzen in verschillende levensfasen van de onderneming

De verschillende levensfasen van een onderneming vragen om verschillende participatievormen. Hierna beschrijf ik hoe participatiebewijzen in deze levensfasen een rol kunnen spelen. Ik ga uit van de volgende fasen: *seed, early stage*, en *(further) growth*.[9]

6. Met dien verstande dat bepaalde onderdelen van de kapitaalbeschermingsregels ook op winstbewijzen van toepassing zijn, zie daarover o.m. Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/325. En voorts de beperkingen die uit het algemene overeenkomstenrecht voortvloeien.
7. Zij kunnen evenwel niet een orgaan in de zin van art. 2:189a BW vormen. Derhalve kunnen besluiten die aan zo'n orgaan zijn voorbehouden, zoals bijvoorbeeld de benoeming van bestuurders, niet worden opgedragen aan de (vergadering van) participatiebewijshouders.
8. Behalve de algemene regelingen van bijvoorbeeld de artt. 2:232, 320 en 334p BW.
9. Zie voor een uitvoerige beschrijving van (participatie in) deze fasen: H.F. de Vries, M.J. van Loon en S. Mol, 'Venture Capital Deal Terms', Utrecht: HMS Media vof 2016, p. 12 e.v.

a. Seed-fase
Tijdens de *seed*-fase is de onderneming een *start-up* en verstrekken veelal vrienden en familie *('friends, families and fools'* (of positiever: *fans*), de *'3F's')* de eerste financiële middelen. Met dit kapitaal kan de levensvatbaarheid van de onderneming worden onderzocht, worden marktonderzoeken gedaan en prototypen ontwikkeld. Deze fase is risicovol en aan de 3F's wordt de mogelijkheid geboden met de waardeontwikkeling mee te liften, áls het idee een succes wordt. Veelal wordt in deze fase met (converteerbare) geldleningen gewerkt. Ook worden soms aandelen uitgegeven, of wordt er al een certificeringsstructuur opgezet.
Deze eerste investeerders kunnen ook door middel van participatiebewijzen instappen. Voor de onderneming is een voordeel van participatiebewijzen boven (converteerbare) geldleningen, dat de balans van de fragiele onderneming niet wordt verzwakt. En indien het goed gaat met de onderneming en aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, delen de houders van de participatiebewijzen mee in de winst zonder dat een (veelal kostbare) omzetting in aandelen of certificaten noodzakelijk is.
Op de participatiebewijzen wordt doorgaans de eerste jaren niets uitgekeerd, maar deze geven recht op een eenmalige of structurele beloning indien de onderneming de eerste fasen doorkomt en waarde wordt gecreëerd. De participatiebewijzen kunnen daarnaast onder omstandigheden recht geven op conversie in (certificaten van) aandelen (bijvoorbeeld indien in een volgende fase een (management)participatieplan wordt uitgerold). Anderzijds kunnen de participatiebewijzen zonder tegenprestatie komen te vervallen of kan de winstgerechtigdheid ervan verwateren, indien bepaalde afspraken niet worden waargemaakt of een andere soort financiering noodzakelijk is.

b. Early stage-fase
In de *early stage*-fase stapt doorgaans *venture capital* in. Deze investeerders nemen een minderheidsbelang en verstrekken bij het behalen van vooraf afgesproken *milestones* verdere financiering in Series A, B, C etc.[10] De kosten van deze rondes (voornamelijk de juridische kosten) drukken doorgaans zwaar op de onderneming.[11] Indien de uitgifterondes elkaar snel opvolgen en deze steeds door dezelfde investeerder worden ingevuld, kunnen participatiebewijzen een aantrekkelijk alternatief zijn voor (uitgifte van) aandelen. De investeerder zou dan een bepaald percentage (winstrechtloze) aandelen kunnen krijgen teneinde diens zeggenschapsrechten (veelal goedkeurings-/ vetorechten) te verankeren.[12] In de participatiebewijsovereenkomst kan worden uitgewerkt dat het winstrecht van de investeerder bij iedere nieuwe inleg zal toenemen. Doordat geen uitgifte van aandelen nodig is en de termsheet met commercieel-juridische afspraken goeddeels de inhoud van de participatiebewijsovereenkomst vormt zonder dat deze naar verschillende documenten moeten worden vertaald[13] kan de structuur van de vennootschap overzichtelijk blijven en kunnen kosten worden bespaard.

c. (Further) Growth-fase
In de *growth*-fase en daarna, als de onderneming door de risicovolle start heen is, zal de aandacht van grotere investeerders, zoals *private equity,* worden getrokken. Kenmerkend voor een *private equity*-investering is dat het fonds een meerderheid van de aandelen verkrijgt en daarnaast het management voor een klein gedeelte meedoet. Standaard gebeurt dat door uitgifte van certificaten van aandelen. Indien slechts een klein aantal managers participeert, kan de structuur met participatiebewijzen eenvoudiger zijn dan een certificering van aandelen. In de participatievoorwaarden kunnen allerlei voorwaarden en afspraken worden ingebouwd. Op grond daarvan kan het behalen van bepaalde *milestones* bijvoorbeeld als gevolg hebben dat er een (tijdelijk of permanent) extra winstrecht wordt genoten, dan wel kunnen omstandigheden ertoe leiden dat het winstrecht vermindert of het participatiebewijs vervalt. Een daarmee samenhangend voordeel is ook hier dat de uitgewerkte participatieafspraken niet behoeven te worden vertaald naar diverse documenten die op de structuur van toepassing zijn.
Voor investeerders uit bepaalde jurisdicties zijn participatiebewijzen *('profit sharing certificates')* overigens beter bekend en eenvoudiger te begrijpen dan een structuur met certificaten van aandelen, uitgegeven door een stichting-aandeelhouder.

10. Deze rondes zijn genoemd naar de verschillende klassen aandelen die doorgaans in zo'n ronde worden uitgegeven, zie: H.F. de Vries, M.J. van Loon en S. Mol, a.w., p. 13.
11. H.F. de Vries, M.J. van Loon en S. Mol, a.w., p. 14.
12. Alsmede deelnemingsvrijstelling te verzekeren, zie art. 13 lid 2 onder a Wet op de vennootschapsbelasting 1969.
13. In figuurlijke zin, maar voor zover het statuten betreft ook letterlijk, hetgeen tot vertaal- en interpretatievraagstukken kan leiden.

IV. Afrondend

Met deze bijdrage heb ik meer inzicht willen geven in het gebruik van participatiebewijzen als investeringstrumenten. Als voordelen boven structuren met (certificaten van) aandelen heb ik genoemd:

1. de eenvoud van de structuur: een enkele laag en weinig vertaling noodzakelijk van participatieafspraken naar verschillende documenten, alsmede de mogelijkheid van eenvoudige, zelfs geheel digitale uitgifte en overdracht; en
2. grotere flexibiliteit en de vrijheid om specifieke regelingen op te tuigen, vanwege het ontbreken van een specifiek wettelijk kader.

Tevens heb ik betoogd dat de flexibiliteit die de figuur van participatiebewijzen kenmerkt, tevens het nadeel ervan is. Het vergt creativiteit en denkwerk om de structuur goed in te passen. Daarbij is – behoudens een klein aantal vennootschapsrechtelijke regels en regels van het algemeen vermogensrecht – de bescherming van de positie van de houder van een participatiebewijs een aandachtspunt.
Tot slot heb ik aan de hand van de levensfasen van een onderneming, *seed, early stage* en (*further*) *growth,* globaal geschetst hoe participatiebewijzen kunnen worden toegepast.

Mr. L.W. Kelterman*

* Notaris te Amsterdam en voorzitter van de Vereniging Ondernemingsrechtspecialisten Notariaat (VON). **(laurens.kelterman@np.nl)**