

Het pad naar steward- ownership voor startups

We Are Stewards

Hoi impact maker!

Geweldig dat je steward-ownership als fundament voor jouw missiegedreven onderneming wil gebruiken! Dit *how to-document* is ontwikkeld om startende ondernemingen concrete tools en handvatten te bieden om eerste stappen richting steward-ownership te zetten, zonder direct de juridische structuur helemaal uit te werken. Hiervoor hebben we onder andere een *steward-ownership commitment letter* ontwikkeld. Dit is een tool waarmee je als founders jullie keuze voor steward-ownership wel juridisch vastleggen, maar de uitwerking naar de toekomst doorschuiven. In hoofdstuk 3 lees je hier meer over.

Mocht je jouw startup vanaf de start steward-owned willen inrichten, dan kun je gebruik maken van [modeldocumentatie](#) (model statuten en een model aandeelhoudersovereenkomst) die beschikbaar is op de website van We Are Stewards.

Op de website van [We Are Stewards](#) vind je veel meer informatie over steward-ownership. Daarnaast vind je op de website ook verschillende [casestudies](#) van ondernemingen die steward-ownership succesvol toepassen. In dit document gaan we ervan uit dat je bekend bent met wat steward-ownership is, dat de steward-ownership principes aansluiten bij jouw ideeën over ondernemerschap en eigendom en dat je er klaar voor bent om de eerste concrete stappen te zetten.

Veel succes en plezier!



Samenwerking

Dit document is tot stand gekomen door een samenwerking tussen [Noorderwind](#), [We Are Stewards](#), [VanHier](#), [Hollands Wol Collectief](#), [Fairm](#) en [Blue Blocks](#) en is mede mogelijk gemaakt door [Provincie Zuid-Holland](#).



We Are Stewards

VAN HIER

**Hollands
Wol
Collectief**

Fairm

BLUE 
BLOCKS



Eerst nog even dit

Voordat we je de tools geven om jouw keuze voor de implementatie van steward-ownership juridisch vast te leggen, geven we eerst graag inzicht in de overwegingen om de steward-owned structuur meteen vanaf het begin uit te werken, of dat pas later te doen.

Daarnaast is het belangrijk om een goed beeld te hebben van aandachtspunten bij het ophalen van financiering om ervoor te zorgen dat je 'de deur naar steward-ownership' niet onbedoeld dichtgooit. Aangezien veel conventionele financieringsinstrumenten niet samengaan met de steward-ownership principes, geven we je een overzicht van geschikte financieringsinstrumenten en mogelijke manieren waarop founders en investeerders rendement kunnen ontvangen (anders dan via een traditionele *exit* in de vorm van een verkoop van aandelen aan een andere investeerder of via een beursgang, fusie of overname).

Tot slot, hebben we een aantal tips en aandachtspunten opgenomen om je te helpen bij het ophalen van passende financiering.

Inhoud

1. [Steward-ownership: vanaf de start of later?](#)
2. [Investerings ophalen en de weg naar steward-ownership vrijhouden](#)
3. [De keuze voor steward-ownership juridisch vastleggen](#)
4. [Geschikte financieringsinstrumenten](#)
5. [Rendement voor investeerders en founders](#)
6. [Tips & aandachtspunten](#)



1. Steward-ownership: vanaf de start of later?

Misschien vraag je je nu af of je steward-ownership al moet overwegen tijdens de oprichtingsfase of pas later als het bedrijf groter is en er echt iets te verdelen en beschermen valt. Het korte antwoord: je kunt je bedrijf in eerste instantie ook oprichten in een conventionele eigendomsstructuur (bijvoorbeeld een standaard bv-structuur zonder scheiding van winst en zeggenschap) en het later omzetten naar steward-ownership. Voor sommige startups kan deze aanpak geschikter zijn (bijv. wanneer jouw startup de komende jaren een [grote kapitaalbehoefte](#) heeft). Er zijn echter ook startups die er bewust voor kiezen om steward-ownership direct in de startfase te implementeren. Een gedeeltelijke implementatie is overigens ook mogelijk door bij oprichting al zoveel mogelijk rekening te houden met de beoogde steward-owned structuur. Er zijn [verschillende modellen](#) om steward-ownership vast te leggen: gouden aandeel model, beheerstichting model en geneutraliseerd kapitaal model. In het gouden aandeel model worden winst en zeggenschap van elkaar gescheiden, waarbij een *gouden aandeel* aan een onafhankelijke stichting wordt uitgegeven om de structuur te borgen. Door bij oprichting al verschillende soorten aandelen te creëren en pas later het gouden aandeel uit te geven, kun je bijvoorbeeld al in een vroeg stadium rekening houden met een beoogde structuur volgens het gouden aandeel model.

Kortom, er zijn verschillende wegen die naar steward-ownership leiden en alle wegen zijn legitiem. Hierna geven we verschillende overwegingen zodat jij de juiste keuze kunt maken voor jouw onderneming.

Complexiteit

Over het algemeen is het kostbaarder en complexer als je de toepassing van steward-ownership later in de tijd doet. Hoe groter de organisatie, hoe complexer de structuur meestal al is geworden. Bij grotere bedrijven zijn er vaak meer aandeelhouders die allemaal overtuigd moeten worden om mee te werken aan een transitie. Daarnaast heb je in een gevestigd stadium bij het inrichten van een steward-owned structuur vaak ook een fiscale uitdaging. Voor de transitie van een bestaande eigendomsstructuur naar een steward-owned structuur kan een overdracht van de aandelen aan één of meer stichtingen nodig zijn, waarbij in principe zal moeten worden afgerekend over de waardeangroei uit het verleden. Tegelijkertijd zal een gevestigd bedrijf over meer middelen beschikken, waardoor hogere juridische kosten wellicht beter te dragen zijn. Als je direct vanaf de start een steward-owned structuur opzet, bespaar je jezelf de tussenstap van een conventionele eigendomsstructuur.

Overigens hoeft het implementeren van een steward-owned structuur niet complex en kostbaar te zijn. Als je bijvoorbeeld geen andere aandeelhouders betreft en een stichting enig aandeelhouder maakt, dan kun je voor 1.000 tot 2.000 euro al klaar zijn. Het wordt complexer en kostbaarder als er verschillende typen aandeelhouders zijn met hun eigen belangen en rechten.



Signaalwerking

Met steward-ownership geef je je stakeholders een duidelijk signaal over hoe het bedrijf in de wedstrijd zit en waarom het bedrijf bestaat. Dit kan zowel klanten, werknemers als zakenpartners positief motiveren en bevordert het opbouwen van vertrouwen en langdurige relaties.

Gedeeld begrip van succes en motivatie

Door een bedrijf in te richten volgens de steward-ownership principes, houdt het team van founders zich al heel vroeg bezig met vragen over motivatie, succes, persoonlijke behoeften en verwachtingen over de ontwikkeling van het bedrijf, etc. Sommige van deze vragen komen normaal gesproken niet aan bod, of worden niet heel concreet gemaakt. Een van de meest voorkomende redenen voor het mislukken van een startup, zoals blijkt uit onderzoek, zijn ernstige problemen binnen het foundersteam, waarbij de founders te verschillende perspectieven hebben op de kernproblemen. Steward-ownership helpt om vooraf een gedeelde basis te creëren die ook goed kan helpen bij het oplossen van problemen. Bijvoorbeeld wie zeggenschap (stemrecht) heeft en wat de hoogte van ieders vergoeding is (zie ook [hierna](#)).

Duidelijkheid in gesprek en onderhandelingen met investeerders

Als je op een bepaald moment kapitaal van buitenaf nodig hebt, is het goed om transparant te zijn over de spelregels voor investeerders:

"Bij een investering in dit bedrijf zal geen sprake zijn van een conventionele exit. Het doel is om het bedrijf onafhankelijk succesvol te maken. Je kunt een risico-adequaat en mogelijk hoog rendement ontvangen. We zoeken investeerders die onze missie mogelijk willen maken en bereid zijn om op een andere manier te investeren."

Dit maakt de weg vrij voor open gesprekken die duidelijk maken dat er gezocht wordt naar geduldig kapitaal en investeringspartners die de autonomie van het bedrijf respecteren. Bedenk dat je investeerders met steward-ownership ook een tool geeft om met hun investering de impact centraal te stellen. Met andere woorden: echte *impact investeerders*, die naast financieel rendement ook streven naar maatschappelijke impact, zijn ook blij met steward-ownership.

Grote kapitaalbehoefte

De meeste investeerders en investeringsfondsen investeren nog op een conventionele manier. Een groeiend aantal investeerders staat open voor investeren in steward-owned bedrijven of heeft daar al ervaring mee. Als je nu al kunt voorzien dat jouw startup de komende jaren meerdere (aanzienlijke) financieringsrondes nodig heeft om aan kapitaalbehoefte te voldoen, dan kun je overwegen om in een conventionele eigendomsstructuur te beginnen, met de afspraak dat je later de transitie naar steward-ownership maakt. Op die manier maak je de drempel voor conventionele investeerders minder groot om in te stappen, maar is wel duidelijk dat de onderneming op een gegeven moment steward-owned wordt. Mocht ook dat een te hoge drempel zijn, dan heb je met elkaar de mogelijkheid om te besluiten om steward-ownership helemaal te laten varen.



2. Investerings ophalen en de weg naar steward-ownership vrijhouden

Hoewel het voor sommige bedrijven in de beginfase wellicht niet haalbaar is om steward-ownership meteen in te richten, wil je deze weg misschien wel openhouden voor de toekomst. Daarom is het cruciaal om bij het structureren van investeringen rekening te houden met een aantal aandachtspunten om ervoor te zorgen dat het later nog steeds mogelijk is om de stap naar steward-ownership te maken.

Behoud in ieder geval de meerderheid van de zeggenschap

De implementatie van steward-ownership vereist goedkeuring van alle aandeelhouders. Je kunt iemand immers niet zonder goedkeuring zeggenschap ontnemen. Dit betekent dat zelfs een aandeelhouder met weinig zeggenschap deze stap zou kunnen blokkeren. Als je de weg naar steward-ownership vrij wil houden, is de veiligste optie daarom om geen zeggenschap aan investeerders toe te kennen. Als er al zeggenschap is toegekend aan investeerders, dan heb je voor de transitie naar steward-ownership hun goedkeuring nodig.

Zeggenschap is voor sommige investeerders belangrijk om hun gevoel van controle te versterken. Gelukkig zijn er genoeg andere manieren om de betrokkenheid van investeerders te faciliteren en de vertrouwensband te versterken, zoals een formele of informele adviesraad. Andere alternatieven zijn informatierechten en/of specifieke consultatierechten, die investeerders in staat stellen gehoord te worden over bepaalde kwesties, zonder dat zij een beslissing kunnen blokkeren.

Vermijd het opnemen van (vergaande) goedkeuringsrechten

In veel contracten zijn standaard goedkeuringsrechten voor investeerders opgenomen (zogenaamde *reserved matters*). Zorg ervoor dat belangrijke zakelijke beslissingen nog steeds worden genomen door mensen die echt verbonden zijn met het bedrijf en niet kunnen worden geblokkeerd door investeerders.

Het kan goed zijn dat het toekennen van bepaalde goedkeuringsrechten aan investeerders zinvol is, ook binnen een steward-owned onderneming. Maar als het aantal en de gedetailleerdheid van de transacties die goedkeuring vereisen buitensporig wordt, kan dit de flexibiliteit en autonomie van de onderneming beperken en kan de investeerder het inzetten in onderhandelingen over zaken waar hij eigenlijk geen zeggenschap over heeft. Houd daarom bij het opstellen van contracten de rechten van investeerders op een niveau dat passend is bij de behoeften van de investeerders en het bedrijf, waarbij niet te veel macht wordt weggegeven. Bedenk dat het binnen een steward-owned structuur ook niet nodig is voor investeerders om zeggenschap of allerlei goedkeuringsrechten te hebben: de



onderneming heeft andere - net zo degelijke - manieren gevonden om te zorgen dat de onderneming goed bestuurd wordt.

Goedkeuringsrechten voor strategische ondernemingsbesluiten liggen binnen een steward-owned bedrijf dus niet bij investeerders. Er zijn ook besluiten waarvan je kunt beargumenteren dat ze (de waarde van) het belang van de investeerder direct raken, zoals een besluit tot uitgifte van (winstgerechtigde) aandelen of verkoop van een materieel gedeelte van de activa. Voor dit soort besluiten is het niet gek als investeerders goedkeuringsrecht bedingen. Dit betekent dat er dus wel degelijk ruimte is om rekening te houden met de wensen van investeerders om hun belangen te beschermen, ook binnen een steward-owned onderneming.

Zorg ervoor dat niet onbeperkt in de winst gedeeld kan worden

Voor investeerders in steward-owned bedrijven is het zeker mogelijk om een eerlijk rendement te ontvangen - en als het past, kan het zelfs om hoge rendementen gaan. Bij steward-owned bedrijven wordt afgesproken dat rendement niet oneindig is. Je kunt een afspraak maken over wat een goed maximaal rendement is. Op een gegeven moment zijn founders en investeerders 'voldoende' vergoed.

Bij het nemen van de stap naar steward-ownership moet duidelijk zijn dat het rendement van founders en investeerders wordt gemaximeerd. Als winst niet oneindig naar aandeelhouders kan vloeien, dan kan het in de onderneming ingezet worden om de missie verder te brengen.

Op de website van We Are Stewards vind je de [IRR calculator](#) waarmee je op basis van een aantal variabelen kunt uitrekenen wat het beoogde jaarlijkse rendement van founders en investeerders is. Dit maakt het gesprek een stuk makkelijker!

Gebruik bij voorkeur geen financieringsinstrumenten waarbij het rendement voor de investeerder gekoppeld is aan de waardering van het bedrijf

De meeste investeerders willen natuurlijk het perspectief hebben dat ze hun geïnvesteerde kapitaal terug kunnen ontvangen. Het is vandaag de dag gebruikelijk dat investeerders hun aandelen op een gegeven moment aan een volgende investeerder doorverkopen. Een steward-owned bedrijf heeft echter als toekomstperspectief dat het onafhankelijk wordt van externe aandeelhouders. Een traditionele exit zit er voor investeerders dus niet in en als vooraf een duidelijke afspraak is gemaakt over het maximale rendement dat investeerders kunnen ontvangen, dan is de waardering van de onderneming opeens niet zo relevant meer. We merken dat het bij investeerders altijd wel even tijd kost om dit te laten landen. In de praktijk hebben we gemerkt dat het kan helpen om investeerders bij elkaar te brengen, zodat investeerders die nog twijfels hebben over steward-ownership hierover in gesprek kunnen gaan met andere investeerders.

Als een investeerder toch heel graag een waarderingmethode wil gebruiken, zorg er dan voor dat de waardering niet opgeblazen wordt waarmee het praktisch onmogelijk wordt om de aandelen van investeerders terug te kopen (zie ook [hoofdstuk 4](#) & [5](#) hierna).



Stel investeerders in staat om hun investering terug te verdienen zonder dat ze het bedrijf hoeven te verkopen

In de meeste gevallen realiseren investeerders in startups liquiditeit door een verkoop van het bedrijf of een beursgang. Steward-ownership past niet in dat plaatje. Om de transitie naar steward-ownership mogelijk te maken, is het cruciaal om een 'gestructureerde exit' te plannen aan het begin van de financieringsronde. Dit houdt in dat je een goed doordacht pad ontwikkelt voor investeerders om uit te kunnen stappen. Dat pad is niet afhankelijk van een verkoop van het bedrijf, maar doordat de onderneming het rendement zelf verdient en met de investeerder deelt. Het structureren hiervan kan allerlei vormen aannemen; van een lening tot aandelen die stap voor stap teruggekocht worden.

Denk goed na over hoeveel kapitaal je nodig hebt voor de volgende fase

Hoewel steward-ownership de ruimte biedt om kleine of grote investeringen op te halen als dat nodig is ([Open AI](#) heeft bijvoorbeeld miljarden aan investeringen opgehaald in een steward-owned structuur), is het raadzaam om niet meer kapitaal op te halen dan nodig is. Kapitaalkosten - de kosten die nodig zijn om de investeerders uit te kopen - leggen extra druk op de onderneming. Terwijl sommige startups een grote financieringsronde soms wel als hun grootste succes lijken te vieren, merken we dat veel steward-owned bedrijven extra kritisch zijn op de vraag hoeveel kapitaal nou echt nodig is, want geld dat er in gaat, moet er ook weer uit, met rendement.



3. De keuze voor steward-ownership juridisch vastleggen

Er zijn verschillende manieren om (de keuze voor) steward-ownership vast te leggen.

Modeldocumentatie

Als je samen met je investeerder(s) ervoor kiest om steward-ownership vanaf de start in te richten, dan kun je gebruik maken van [modeldocumentatie](#) (model statuten en een model aandeelhoudersovereenkomst) die beschikbaar is op de website van We Are Stewards.

Impact Termsheet

Ben je wel met investeerders bezig maar nog niet toe aan een aandeelhoudersovereenkomst? Dan biedt de [Impact Termsheet - Steward-Ownership Module](#) mogelijk inspiratie.

Steward-ownership commitment letter

Wanneer je besluit om in een conventionele eigendomsstructuur te starten (of gestart bent), dan biedt de steward-ownership commitment letter je een tool om als founders jullie keuze voor steward-ownership wel juridisch vast te leggen, maar de implementatie naar de toekomst door te schuiven.

In de commitment letter verbinden founders zich om de steward-ownership principes op termijn juridisch te implementeren. Daartoe worden bepaalde milestones geformuleerd en een deadline afgesproken. De uiteindelijke juridische vorm hoeft nog niet duidelijk te zijn. Bij het behalen van de milestones of het verstrijken van de deadline ontstaat de verplichting om binnen maximaal een jaar de vorm te bepalen en steward-ownership juridisch te implementeren.

Wanneer de onderneming een investering wenst op te halen, bevat de commitment letter een verplichting dat investeerders zich committeren om mee te werken aan het implementeren van een steward-ownership structuur als bepaalde milestones worden behaald of als de afgesproken deadline is verstreken.

Founders en investeerders kunnen in de toekomst alsnog besluiten om steward-ownership niet te implementeren, maar hiervoor is wel instemming van alle partijen nodig. Met andere woorden: founders houden controle over hun keuze voor steward-ownership!





Steward-ownership commitment letter

De steward-ownership commitment letter is ontwikkeld door We Are Stewards in samenwerking met twee advocaten:

Rutger Marres (rutger@marreslegal.com), zelfstandig advocaat, Marres Legal
Maurits Bos (bos@benvvalor.com), advocaat bij Benvvalor Advocaten Belastingadviseurs

Voor juridisch advies over het vastleggen van de keuze voor steward-ownership verwijzen wij je graag naar deze personen door.

[Download de commitment letter](#)

4. Geschikte financieringsinstrumenten

Conventionele financieringsinstrumenten voor startups passen in veel gevallen niet bij de principes van steward-ownership. De financieringsinstrumenten in het huidige startup ecosysteem zijn vaak niet ontworpen om bij missiegedreven bedrijven de missie centraal te stellen; de aandeelhouder staat meestal alsnog centraal. De strategie van *venture capital fondsen* is gebaseerd op het injecteren van grote hoeveelheden kapitaal om een bedrijf geforceerd te laten groeien, zodat het bedrijf middels een lucratieve exit verkocht of naar de beurs gebracht kan worden. Vanwege het hoge misluktingspercentage onder traditionele startups zijn *venture capital*-instrumenten ontworpen om uit succesvolle investeringen een zo hoog mogelijk rendement te genereren, waarmee het rendement van tegenvallende investeringen ruimschoots gecompenseerd moet worden.

Bovendien geven de voorwaarden die bij financieringsinstrumenten voor startups gebruikt worden, investeerders vaak vergaande rechten. Bijvoorbeeld veto- en/of goedkeuringsrechten om bepaalde beslissingen te blokkeren en/of goed te keuren. Of zogenaamde *drag along-rechten* die investeerders die geïnteresseerd zijn in het verkopen van hun investering het recht geven om de andere eigenaren, inclusief de founders, te dwingen om hun aandelen tegen gelijke voorwaarden mee te verkopen. Dit type bepalingen ondermijnt de sociale of duurzame missie van het bedrijf. In de praktijk merken we dat zelfs impact investeerders op zoek zijn naar vergelijkbare rendementen en gebruik maken van vergelijkbare voorwaarden. En dat is raar. Als we modellen uit de oude economie gebruiken die ons de problemen hebben gebracht die impact gedreven startups willen oplossen, kunnen we dan wel een nieuwe economie creëren?

Gelukkig zijn er voldoende geschikte alternatieven voor conventionele financiering en is er een groeiende groep investeerders die bereid is om deze alternatieven te gebruiken. Voor investeerders is steward-ownership namelijk ook een manier om te zorgen dat de missie centraal blijft staan bij de ondernemingen waarin zij investeren.

Alternatieve financieringsinstrumenten

Steward-owned ondernemingen hebben financieringsinstrumenten nodig die voor hen geschikt zijn en inspelen op de speciale behoeften van steward-ownership:

1. De controlerende zeggenschap over de onderneming ligt bij de stewards.
2. Winst dient primair de missie.
3. De (controlerende zeggenschap over de) onderneming kan niet worden verkocht.

Concreet betekent dit: financieringsinstrumenten waarbij investeerders een rendement ontvangen dat in verhouding staat tot het risico en de prestaties, maar gemaximeerd is, zonder het stuur van de onderneming (i.e. de controlerende zeggenschap) over te nemen.



Hierna geven we een overzicht van de meest voorkomende financieringsinstrumenten die aan deze behoeften voldoen. Zie voor een volledig overzicht [Financing of steward-owned companies](#) van onze internationale partner [Purpose](#).

1. Subsidies & donaties

Kenmerken: *Behoud van controle, zonder financiële lasten.*

Interessant voor: *Vroege fase productontwikkeling (proof of concept fase).*

Let op: *Niet elke subsidie is wat het lijkt. Sommige subsidies kunnen omgezet worden in een ander type financieringsinstrument.*

Een subsidie of donatie kan een belangrijk hulpmiddel zijn voor de financiering van de vroege fase van jouw bedrijf, zonder controle weg te geven. Daarnaast zorgen subsidies en donaties niet alleen voor financiële ondersteuning, maar ook voor erkenning en exposure. Bij sommige partijen kunnen extra voorwaarden gelden, waardoor een subsidie binnen een aantal jaar wordt omgezet naar aandelen als het bedrijf in die periode winstgevend wordt en/of andere investeerders binnenhaalt.

- Enkele voorbeelden van subsidies voor startups zijn: [WBSO-subsidie](#), [Innovatiekrediet](#) en [Horizon Europe](#).
- Private impact investeerders die ervaring hebben met steward-ownership en financieren onder het mom van 'investeren waar mogelijk, doneren waar nodig' zijn onder andere [Stichting DOEN](#), [Rabo Foundation](#) en [Iona Stichting](#).

2. Achtergestelde leningen, die als eigen vermogen fungeren

2.1. Achtergestelde lening

Kenmerken: *Lening fungeert voor onderneming als eigen vermogen op de balans. Eenvoudig en flexibel.*

Interessant voor: *Ondernemingen die snel een stabiele omzet verwachten te maken.*

Let op: *Aflossingsverplichting.*

Een achtergestelde lening wordt met een rentevergoeding terugbetaald binnen een vooraf bepaalde periode. Er zijn veel mogelijkheden om de voorwaarden te structureren - je kunt bijvoorbeeld denken aan een aflossingsvrije periode van 2 jaar.

Achtergestelde leningen werken goed voor investeerders die feitelijk aandelenrisico willen lopen, maar de eenvoud en flexibiliteit van een leningovereenkomst wensen. Bedrijven die achtergestelde leningen aangaan, moeten zich comfortabel voelen met verplichtingen om rente en aflossing te betalen.



2.2. Converteerbare lening

Kenmerken: *(Achtergestelde) lening die in de toekomst kan converteren naar aandelen, met een korting op de toekomstige aandelenprijs.*

Interessant voor: *Ondernemingen waarvoor het pad naar winstgevendheid nog onvoorspelbaar is. Veel gebruikt door en bekend bij traditionele investeerders.*

Let op: *Zorg dat op voorhand duidelijk is dat de lening converteert naar aandelen zonder stemrecht en met beperkt winstrecht.*

Converteerbare leningen zijn leningen waarbij de lening (de hoofdsom plus de opgelopen rente) wordt omgezet in een ander financieringsinstrument tijdens een volgende financieringsronde. Bij conversie wordt bovendien een korting toegepast als risicopremie. Een converteerbare lening wordt meestal omgezet in aandelen.

Converteerbare leningen zijn een goede optie als startfinanciering omdat er vanaf het aangaan van de lening nog geen concrete terugbetalingsverplichtingen gelden. Dit is vooral aantrekkelijk voor startende ondernemingen waarvan de concrete weg naar winstgevendheid onduidelijk is. Ook voor investeerders is het interessant, omdat wordt voorkomen dat terugbetalingsverplichtingen de ontwikkeling van het bedrijf remmen of in gevaar brengen.

Daarnaast wordt de waardering van aandelen uitgesteld tot een moment waarop een realistischer prijs bepaald kan worden. Zoals je wellicht al vermoed, is de waardering van aandelen in een steward-owned bedrijf net anders, een waardering kan bijvoorbeeld zijn: de inleg vermenigvuldigd met een risico-adequate *multiple*. Een converteerbare lening kan korting geven op deze multiple (waardoor een investeerder feitelijk een hogere multiple krijgt).

2.3. SAFE

Kenmerken: *Eenvoudig en startup-vriendelijk alternatief voor converteerbare lening. Geen rente opbouw en vervaldatum, waardering wordt bepaald bij conversie.*

Interessant voor: *Vroegefasefinanciering voor ondernemingen waarvoor het pad naar winstgevendheid nog onvoorspelbaar is.*

Let op: *Zorg dat op voorhand duidelijk is dat de lening converteert naar aandelen zonder stemrecht en met beperkt winstrecht.*

De *SAFE* (Simple Agreement for Future Equity) is een simpel alternatief voor traditionele converteerbare leningen. Ze zijn bedoeld als een eenvoudig en startup-vriendelijk investeringsinstrument. Bij een *SAFE* wordt er weliswaar geld verstrekt maar er wordt geen einddatum afgesproken over het moment waarop dat bedrag moet worden terugbetaald. Een *SAFE* heeft dus niet de kenmerken van een lening, en moet eerder worden gezien als een betaling voor een recht om bij de eerstvolgende financieringsronde aandelen te verkrijgen (al dan niet met een korting). Omdat er technisch gezien geen geld wordt geleend, hoeft er ook geen rente te worden betaald door de start-up.



Daarnaast is er een verschil bij faillissement. Bij een converteerbare lening zal de leninggever een vordering op de (failliete) onderneming krijgen. Bij een SAFE zal het verstrekte bedrag van de leninggever in rook opgaan. Een SAFE is dus een stuk aantrekkelijker voor de onderneming, maar biedt doorgaans minder gunstige voorwaarden voor de investeerder.

3. Aandelenkapitaal

3.1. Cumulatief preferente aandelen (zonder stemrecht)

Kenmerken: *Aandelen zonder stemrecht met voorrang op 'gewone aandelen'. Vast dividendpercentage, dividend wordt later ingehaald voor jaren waarin geen dividend wordt uitgekeerd.*

Interessant voor: *Startups waarvoor concrete pad naar winstgevendheid nog onduidelijk is.*

Let op: *Cumulatief preferente aandelen kunnen het voor nieuwe investeerders minder aantrekkelijk maken om in te stappen, omdat andere investeerders al 'vooraan' in de rij staan.*

Cumulatief preferente aandelen (ook wel *cumprefs*) krijgen bij de verdeling van de beschikbare winst die de onderneming heeft gemaakt, voorrang in de dividenduitkering op 'gewone' aandelen. Bij cumulatief preferente aandelen is het dividend vaak een vast percentage over de nominale waarde van het aandeel. Dit betekent dat het dividendpercentage onafhankelijk is van de beschikbare winst van de onderneming. De uitbetaling van het dividend vindt alleen plaats op het moment dat de onderneming ook daadwerkelijk winst heeft gemaakt. Op het moment dat in een bepaald jaar geen dividenduitkering mogelijk is, wordt in de jaren daarna het onbetaalde gedeelte betaald. Op deze manier heeft de aandeelhouder van cumulatief preferente aandelen zicht op een redelijke constante stroom van dividenden.

3.2. Geplande inkoop van aandelen (zonder stemrecht) tegen vooraf vastgestelde prijs

Kenmerken: *Terugkoopwaarde en -datum vaak duidelijk vastgelegd. Inkoop kan worden betaald uit vrije kasstroom, of bij herfinanciering met een volgende financieringsronde.*

Interessant voor: *Ondernemingen die veel kapitaal (1m+) willen ophalen over meerdere rondes en liquiditeit nodig hebben in groeifase.*

Let op: *Idealiter heeft het bedrijf een pad voor omzetgroei dat het in staat stelt om aan de toenemende terugbetalingsverplichtingen te voldoen.*

Net als traditioneel aandelenkapitaal vertegenwoordigen aandelen zonder stemrecht economisch eigenaarschap van het bedrijf. Er kunnen hierbij afspraken worden gemaakt over het kunnen - en soms moeten - terugkopen van de aandelen door het bedrijf tegen een vooraf bepaalde waarde, geleidelijk of op een vaste vervaldatum. De terugkoopwaarde en -datum zijn vaak duidelijk vastgelegd in de aandeelhoudersovereenkomst. Inkoop kan



worden betaald uit *vrije kasstroom* (kasstroom die beschikbaar is na aftrek van uitgaven en investeringen), of bij herfinanciering met een volgende financieringsronde.

In plaats van stemrecht eisen investeerders vaak goedkeuringsrechten voor besluiten die (de waarde van) het belang van de investeerder direct raken, zoals een besluit tot uitgifte van (winstgerechtigde) aandelen, het uitsluiten van voorkeursrechten of verkoop van een materieel gedeelte van de bezittingen van de onderneming.

Geplande inkoop van aandelen tegen een vooraf vastgestelde prijs heeft ook het voordeel dat de waardering van de inkoop wordt beperkt tot een bepaald veelvoud van de oorspronkelijke aankoopprijs, waardoor wordt voorkomen dat het te duur wordt om aandelen terug te kopen zodra een bedrijf winstgevend is geworden. Voor een investeerder heeft een geplande inkoop van aandelen het voordeel dat de terugbetaling relatief zeker en voorspelbaar is, ervan uitgaande dat het bedrijf solvabel blijft.

3.3. Certificaten van aandelen

Kenmerken: *Certificaten van aandelen kunnen zonder stem- en vergaderrechten worden uitgegeven en zijn gemakkelijk te verhandelen.*

Interessant voor: *Ondernemingen die financiering middels crowdfunding willen ophalen en/of werknemersparticipatie mogelijk willen ophalen.*

Let op: *De vormgeving van de statuten en administratievoorwaarden vereist extra aandacht.*

Een onderneming kan via een zogenoemde STAK (Stichting Administratiekantoor) certificaten van aandelen uitgeven. Een STAK is een bijzondere stichting met als doel het beheren van aandelen van een bedrijf. Voor ieder aandeel geeft de STAK een daarmee corresponderend certificaat uit aan de certificaathouders (zoals investeerders). Het stemrecht (indien van toepassing) en vergaderrecht worden uitgeoefend door het bestuur van de STAK, terwijl het dividendrecht toekomt aan de certificaathouders.

Vanwege de flexibiliteit en lagere transactiekosten bij de uitgifte en verhandeling van certificaten (er is geen notaris nodig in tegenstelling tot uitgifte of overdracht van aandelen), wordt de structuur vaak gebruikt voor crowdfunding campagnes, medewerkersparticipatie of investeringsrondes met veel investeerders.

Wanneer voor een STAK-structuur wordt gekozen is het van belang om duidelijke afspraken te maken over de rol en de verantwoordelijkheden van het STAK bestuur. Zeker als het de bedoeling is dat de STAK-bestuurders ook fungeren als stewards.



5. Rendement voor investeerders en founders

Investeerders hebben een eenvoudige manier nodig om rendement uit hun investeringen te halen. Voor vroege fase investeerders betekent dat meestal een externe overname van het bedrijf. Omdat steward-owned ondernemingen niet streven naar een exit - althans niet in de traditionele zin - voorzien ze investeerders op andere manieren van rendement.

Inkoop van aandelen

De eenvoudigste en meest directe manier om rendement te verschaffen aan investeerders is uit de vrije kasstroom die het bedrijf genereert. Als een onderneming na een periode van groei voldoende winstgevend is, kunnen investeerders uitgekocht worden uit de kasstroom van de onderneming. De prijs waarvoor een investeerder uitgekocht wordt kan vooraf vastgelegd worden.

Herfinanciering met vreemd vermogen

Zodra een onderneming minder risicovol wordt, doordat winst gemaakt wordt of de onderneming onderpand heeft (zoals een voorraad of vastgoed), raken banken en soortgelijke financiers ook geïnteresseerd. Deze financiers vragen vaak een veel lager rendement, dus het kan interessant zijn om bestaande investeerders uit te kopen door een lening aan te gaan. Dit noem je ook wel herfinanciering.

Herfinanciering met eigen vermogen

Een alternatief voor herfinanciering met vreemd vermogen, is herfinanciering met eigen vermogen, door een investeerder aan te trekken die akkoord gaat met minder rendement dan de bestaande investeerders. Het hangt van de afspraken met bestaande investeerders af of dit interessant is en of ze verplicht zijn om met een herfinanciering akkoord te gaan. Het is ook denkbaar om bij een vervolgronde een deel van de nieuwe investering te gebruiken om bestaande investeerders uit te kopen. Een nieuwe investeerder zit daar soms niet op te wachten, omdat zijn geld in dat geval niet 'productief' gebruikt wordt.

Dividend

Sommige investeerders richten zich op aandelen met dividenduitkeringen in plaats van aandelen die in korte tijd tegen een hogere prijs verkocht kunnen worden. De voorwaarden waaronder dividend wordt uitgekeerd, moeten vooraf worden overeengekomen, omdat investeerders geen zeggenschap hebben en dus vooraf helder willen hebben hoe zij vergoed worden. Dit kan de vorm aannemen van een *basis dividend* of *gegarandeerd dividend* dat wordt uitbetaald na een mijlpaal of een prestatie criterium dat is opgenomen in de dividendovereenkomst.



Beursgang van aandelen met of zonder stemrecht

Steward-owned bedrijven staan de verkoop van aandelen met de controlerende zeggenschap niet toe. Dit belet een bedrijf echter niet om aandelen op de publieke markt aan te bieden. Ongeveer 70 procent van de waarde van de aandelen op de beurs in Kopenhagen, zijn aandelen van steward-owned bedrijven. Deze en andere reguliere bedrijven hebben ervoor gekozen om ofwel strikt beperkte en minderheidszeggenschapsbelangen of economische aandelen zonder stemrecht aan te bieden op de openbare markt. De laatste methode heeft de voorkeur bij steward-owned ondernemingen, omdat het de controle over het bedrijf nooit in gevaar kan brengen.

Verkoop aan een ander steward-owned bedrijf

In sommige gevallen kan een steward-owned onderneming een andere onderneming overnemen als ze een gemeenschappelijk doel delen. In deze gevallen kan het nieuwe moederbedrijf investeerders en founders uitkopen van het bedrijf dat wordt overgenomen. In tegenstelling tot een traditionele exit ondermijnt deze transactie de missie van het bedrijf niet. In sommige gevallen kan een groter steward-owned bedrijf de beste plek zijn om de continuïteit van de onderneming te borgen.



6. Tips & aandachtspunten

Gebruik steward-ownership als filter voor het vinden van missiegedreven investeerders

De meeste investeerders en investeringsfondsen investeren nog op een conventionele manier. Op dit moment zijn het vooral impact-investeerders die in jonge steward-owned bedrijven investeren. Hierdoor zal het binnenhalen van financiering over het algemeen meer inspanning en doorzettingsvermogen vergen, aangezien de vijver van investeerders waarin je moet vissen kleiner is. Gelukkig is er een groeiend aantal investeerders dat kennis wil maken met financiering in steward-owned bedrijven. Zie steward-ownership dan ook als een filter die je helpt bij de zoektocht naar investeerders die écht geloven in de missie van jouw onderneming en zich hier duurzaam aan willen verbinden.

Maak impact inzichtelijk

Impact-investeerders zijn naast financieel rendement op zoek naar maatschappelijke of duurzame impact. Het helpt daarom om de impact van jouw onderneming inzichtelijk en meetbaar te maken en te zoeken naar investeerders met een thematische aansluiting op de missie van jouw onderneming. Omdat het rendement van investeerders meestal gemaximeerd is, is het van belang om te laten zien waar de winst naartoe gaat. Worden andere aandeelhouders er alleen maar beter van of verlaag je wellicht de prijs van jouw product om beter te kunnen concurreren en uiteindelijk meer duurzame impact te kunnen maken?

Bepaal eerst je eigen vergoeding

Om in onderhandelingen met investeerders tot een passend rendement te komen, helpt het om eerst je eigen vergoeding te bepalen en onderbouwen. Vragen die hierbij kunnen helpen zijn bijvoorbeeld:

- Wat is je inbreng nu en in het verleden?
- Wat wil je daarvoor terug? Wat is voor jou genoeg?
- Is er sprake van gelijkwaardigheid tussen de founders?

Zie ook onze tool: [Inbreng en vergoeding](#) die je kunt gebruiken om tot een onderbouwing van jouw vergoeding te komen.



Steward-ownership helpt investeerders om impact centraal te stellen

Bedenk dat steward-ownership investeerders ook een tool biedt om met hun investering impact centraal te kunnen stellen. Ook zij hebben vaak ervaren dat de eigendoms- en investeringsstructuren uit de oude economie tegenwerken als ze op impact willen sturen.

Steward-ownership helpt investeerders om in gezonde toekomstgerichte bedrijven te investeren

Naast het realiseren van impact is investeren in steward-owned bedrijven ook zakelijk gezien een goed idee. Uit verschillende Deense onderzoeken blijkt dat steward-owned bedrijven meer focus hebben op lange termijn doelstellingen en net zo winstgevend zijn als niet steward-owned bedrijven. Duurzaamheid is voor steward-owned bedrijven een belangrijker thema en na 40 jaar is de kans op overleven maar liefst zes keer groter. Dit vertaalt zich naar een lager risicoprofiel waar een lager rendement bij past. Ondernemingen die steward-ownership al jaren toepassen, staan bovendien vaak bekend om hun goede werkgeverschap, maatschappelijke betrokkenheid en financiële weerbaarheid.

Investeerders kunnen nog steeds betrokken zijn

Steward-ownership impliceert niet dat investeerders volledig buitenspel worden gezet. De investeerders zijn belangrijke stakeholders met legitieme belangen. Het is daarom van belang om een gebalanceerde onderneming-investeerder-relatie te creëren die investeerders binnen de grenzen van steward-ownership in staat stelt om actief bij te dragen aan het succes van de onderneming. Gelukkig zijn er naast stemrecht nog genoeg andere manieren waarop investeerders betrokken kunnen worden. Denk bijvoorbeeld aan (in)formele informatie-, advies- of consultatierechten.

Samen voor de missie!

We hebben in de praktijk gemerkt dat het kan helpen om investeerders die interesse hebben om in een steward-owned bedrijf te investeren bij elkaar te brengen. Investeerders die geïnteresseerd zijn om te investeren, maar nog twijfels hebben over steward-ownership, kunnen op die manier hierover in gesprek met andere investeerders. Investeerders kunnen zo elkaar enthousiasmeren. Onze ervaring is dat wanneer investeerders overtuigd zijn dat steward-ownership een goed idee is, de belangen van ondernemer en investeerder niet langer tegengesteld lijken, maar gelijk zijn. Dankzij steward-ownership kun je samen met jouw investeerders voor de missie gaan en zit je niet langer tegenover elkaar aan de onderhandelingstafel.

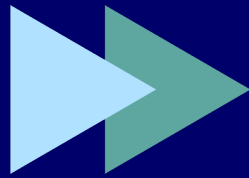


Enthousiast geworden?

Wil je meer weten over steward-ownership, of verkennen hoe het voor jouw bedrijf kan werken? Kijk voor meer informatie op de website van We Are Stewards.

www.wearestewards.nl





We Are Stewards