



Handboek Investeringsen

Datum	29 augustus 2016
Status	Definitief

Inhoud

1	Inleiding 5
1.1	Beleid 5
1.2	Doelstelling en reikwijdte 6
1.3	Handleiding en leeswijzer 6
2	Voorbereiding investeringsvoorstel of transactie 8
2.1	Procesbeschrijving 8
2.2	Vereisten aan voorbereiding 9
3	Investerings- en transactiekader 12
3.1	Strategie en publiek belang 13
3.2	Rendement 14
3.3	Risico's en mitigering 15
3.4	Implementatie 17
4	Bijlage A: Checklist beoordelingsproces 19
5	Bijlage B: Investeringsdrempels per deelneming (1-3-2016) 21

1 Inleiding

1.1 **Beleid**

Om de publieke taken goed te kunnen blijven vervullen en om uitvoering te geven aan hun strategie, zullen staatsdeelnemingen in meer of mindere mate moeten investeren. Er zal sprake zijn van vervangingsinvesteringen ter continuering van de huidige activiteiten en in sommige gevallen zijn er, vanwege bijvoorbeeld toename van de vraag, ook uitbreidingsinvesteringen nodig.

De staat wil als aandeelhouder een goedkeuringsrecht hebben bij grote investeringen en voor investeringen die nieuw of bepalend zijn voor de koers van een staatsdeelneming. Dit geldt tevens voor grote desinvesteringen. Ook het nemen of afstoten van een aandelenbelang door de deelneming (transacties) wil de staat ter goedkeuring voorgelegd krijgen. Volgens de wet zijn investeringsbeslissingen sowieso onderworpen aan goedkeuring van de aandeelhouder als de waarde meer bedraagt dan een derde van het balanstotaal. De staat als aandeelhouder stelt in de praktijk lagere drempels vast. De statuten geven nader invulling aan de specifieke drempels waarboven goedkeuring van de aandeelhouder nodig is. De staat als aandeelhouder maakt daarbij een onderscheid tussen enerzijds investeringen en transacties die aansluiten bij de huidige bedrijfsactiviteiten (zowel qua aard als geografie) en anderzijds branchevreemde en/of buitenlandse investeringen en transacties. Voor de laatstgenoemde categorie geldt veelal een lagere drempel voor het goedkeuringsrecht. Er kunnen goede redenen zijn om activiteiten te ontplooiën die breder zijn dan die verbonden zijn met de publieke belangen in enge zin. De staat wil zich er als aandeelhouder echter wel van vergewissen dat daarvan inderdaad sprake is. Daarom geldt voor dergelijke activiteiten een relatief lagere drempel. Voor investeringen die aansluiten bij de huidige bedrijfsactiviteiten is een hogere drempel gerechtvaardigd dan voor branchevreemde of buitenlandse activiteiten. Staatsdeelnemingen investeren immers voortdurend in bijvoorbeeld materieel om hun taken uit te kunnen voeren. Bij het bepalen van de drempels spelen tot slot de omvang en het karakter van de onderneming een grote rol. De precieze drempels verschillen per deelneming en zijn opgenomen in Bijlage B.

Het initiatief voor investeringsplannen ligt bij het bestuur van de onderneming. De staat als aandeelhouder verwacht dat het bestuur de juiste initiatieven onderneemt om de met de onderneming verbonden publieke belangen naar behoren te borgen en tegelijkertijd de financiële continuïteit van de onderneming te garanderen. Als het bestuur een investeringsplan heeft dat goedkeuring van de aandeelhouder behoeft, dan verwacht de staat vroegtijdig in het traject te worden betrokken om de investering te bespreken. De staat als aandeelhouder zal hierbij ook het relevante beleidsdepartement betrekken. Een tijdige betrokkenheid van de aandeelhouder is ook in het belang van de onderneming, omdat op die manier bijvoorbeeld wordt voorkomen dat de onderneming veel tijd en geld stopt in plannen die, vanwege de aard van de investering, bij voorbaat niet op steun kunnen rekenen. De praktijk leert ook dat het effectief is om de aandeelhouder in een vroeg stadium te betrekken omdat het de doorlooptijd van een voorstel aanzienlijk kan bekorten.

Om tot een beoordeling van de investeringsplannen van staatsdeelnemingen te komen, heeft de aandeelhouder criteria vastgesteld waarlangs hij de investeringen

toetst. Deze worden in de volgende hoofdstukken uitgewerkt. Uitgangspunt is dat de aandeelhouder zich baseert op de gegevens die de raad van bestuur hem ter beschikking stelt. Het past immers niet in de verhouding tussen de aandeelhouder en het bestuur van een onderneming dat de aandeelhouder zelfstandig onderzoek doet naar bijvoorbeeld de business case van een overnameproject of een grote investering. De aandeelhouder zou in dat geval namelijk op de stoel van de bestuurder gaan zitten en de bestuursverantwoordelijkheid de facto overnemen. De aandeelhouder zal zich er wel van vergewissen dat de raad van bestuur op basis van de gepresenteerde informatie redelijkerwijs tot zijn besluit is gekomen. Ook een positief oordeel van de rvc over de investering is noodzakelijk voordat de aandeelhouder de investering formeel beoordeelt. Verder kan de aandeelhouder een externe adviseur inhuren om hem bij te staan bij deze toets.

Als ondernemingen voor privatisering in aanmerking komen zullen voorstellen sterker worden beoordeeld op de impact die de investering heeft op de verkoopprijs en op de mogelijkheden voor een verkoop van het belang van de staat. Bij structurele deelnemingen ligt juist een sterkere nadruk op de strategische rationale en de koppeling met het publiek belang.

1.2 Doelstelling en reikwijdte

Het voorliggende Handboek Investerings biedt een kader waarbinnen de aandeelhouder investeringsbeslissingen en transacties van deelnemingen kan toetsen. Het gaat om investeringen en transacties met een omvang boven de wettelijke drempels of de in de statuten vastgelegde goedkeuringsdrempels. Eventueel kan het handboek ook gebruikt worden voor de beoordeling van investeringen die formeel niet aan de aandeelhouder voorgelegd hoeven te worden. Voor privatisering van deelnemingen door de staat geldt aanvullend het afwegingskader privatisering zoals beschreven in hoofdstuk 7 van de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013. Omdat elke investering en transactie haar bijzonderheden kent, blijft het beoordelen van dergelijke voorstellen maatwerk. Het doel van dit handboek is dan ook niet om elke situatie volledig af te dekken, maar om de aandeelhouder te ondersteunen in het beoordelingsproces door het aanreiken van criteria waarop de aandeelhouder de voorstellen van de deelnemingen kritisch kan beoordelen. Het handboek is dus geen afvinklijst, maar vooral een denkmodel voor de aandeelhouder bij het beoordelen van investeringen en transacties van deelnemingen.

1.3 Handleiding en leeswijzer

Hoofdstuk 2 van dit handboek behandelt het proces dat de aandeelhouder doorloopt bij het beoordelen van investeringen en transacties van deelnemingen. De procesbeschrijving schetst de te nemen stappen en geeft aan welke stakeholders betrokken moeten worden. Verder biedt hoofdstuk 2 handvaten om vast te stellen of bij een investering een basis- of uitgebreide beoordeling nodig is. Tenslotte wordt de afweging om een extern adviseur in te huren hier besproken.

Hoofdstuk 3 van dit handboek biedt een overzicht van alle criteria uit het investerings- en transactiekader. Per criterium is onderscheid gemaakt tussen de basisbeoordeling en de uitgebreide beoordeling. Op basis van de handvaten in hoofdstuk 2 kan de beoordelaar vaststellen welke vorm van beoordeling het beste aansluit bij het betreffende investeringsvoorstel. Bij de basisbeoordeling wil dit niet

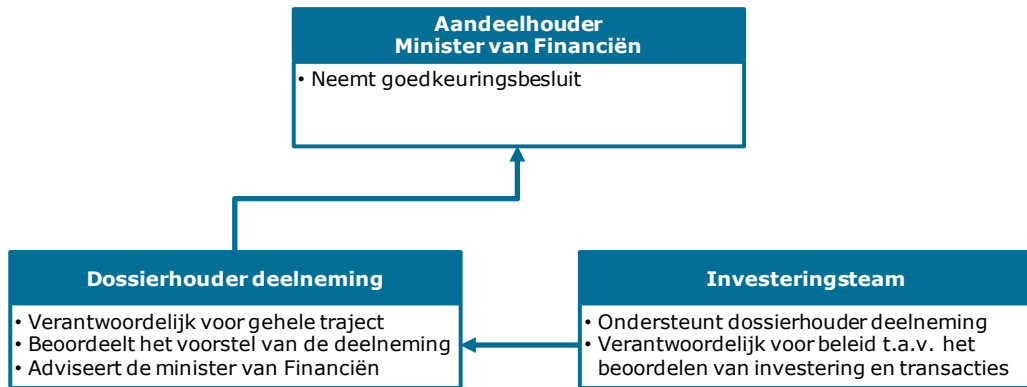
altijd zeggen dat op de overige criteria (uit de uitgebreide beoordeling) niet getoetst hoeft te worden. In specifieke gevallen kan toetsing op andere criteria ook van meerwaarde zijn om tot een goede beoordeling te komen, vanwege het maatwerkarakter van de beoordeling. Het tegenovergestelde geldt soms ook, niet alle criteria uit de basisbeoordeling zijn voor elke investering relevant.

Na het doorlopen van de criteria in het investerings- of transactiekader kan de beoordelaar een totaaloordeel over het investeringsvoorstel of de transactie geven. Op voorhand staat niet vast hoe zwaar de afzonderlijke criteria mee moeten wegen in het totaaloordeel. Omdat het gewicht van de criteria per investering of transactie sterk kan verschillen blijft ook het vaststellen van een concluderend totaaloordeel maatwerk. Het totaaloordeel over de investering of transactie wordt beschreven in een beslisnota aan de minister of staatssecretaris, waaraan het ingevulde investerings- of transactiekader als bijlage wordt toegevoegd.

2 Voorbereiding investeringsvoorstel of transactie

2.1 Procesbeschrijving en rolverdeling

Deelnemingen vragen goedkeuring voor investeringen en transacties aan de staat als aandeelhouder. Bij staatsdeelnemingen is de aandeelhoudersrol belegd bij de minister van Financiën. De minister van Financiën geeft als aandeelhouder uiteindelijk goedkeuring. Binnen Financiën zijn de dossierhouders van de betreffende deelneming verantwoordelijk voor de algehele coördinatie bij het investeringsvoorstel. Zij verzamelen alle benodigde informatie, stellen de beoordeling op en adviseren de minister. Hierbij ontvangen zij ondersteuning van leden van het kennisteam investeringen (investeringssteam). Onderstaand figuur geeft de rolverdeling weer.



De tabel bevat een beknopt overzicht van het proces. In bijlage A is een uitgebreide checklist voor het beoordelingsproces opgenomen.

Procesbeschrijving investeringsvoorstel	
Stappen	Verantwoordelijk
Aanhaken teamlid investeringsteam en bepalen of extern advies noodzakelijk is.	Dossierhouders deelneming, samen met investeringsteam
Initiatief nemen tot organiseren van <i>kick-off</i> om in ieder geval de planning en vereisten met de deelneming te bespreken. Dit handboek kan met de deelneming worden gedeeld om duidelijk te maken op welke onderdelen de aandeelhouder toetst en welke informatie aangeleverd moet worden.	Dossierhouders deelneming
Tijdig opleveren van een volledig investeringsvoorstel. Tussentijds is er eventueel contact tussen de deelneming en de dossierhouders voor meer toelichting en informatie over het investeringsvoorstel.	Deelneming
Nalopen en beoordelen van alle criteria van het investeringskader. Bij de beoordeling kan teruggerepen worden op eerder beoordelingen van vergelijkbare investeringen van de deelneming. Aandachtspunten daaruit kunnen in de nieuwe beoordeling leiden tot diepgaand onderzoek van één of meer onderdelen. Eén teamlid van het Investeringsteam borgt dat een gedegen invulling wordt gegeven aan het investeringskader. Indien nodig, schakel ook andere kennisgebieden in zoals het governance team bij aanpassing in de zeggenschapsverhoudingen	Dossierhouders deelneming en Investeringsteam

Tijdig afstemmen borging publieke belangen met vakdepartement. In samenwerking met het vakdepartement wordt bepaald of het effect van de investering in lijn is met de door het beleidsdepartement gedefinieerde publieke belangen. Wanneer er geen consensus is over het publiek belang van de investering dan wordt dit aan de bewindspersonen voorgelegd. De bredere afweging (o.a. de business case en risico's) omtrent de investering wordt gemaakt door het ministerie van Financiën.	Dossierhouders deelneming
Opstellen notitie 'ter beslissing' voor de minister of staatssecretaris. Beslisnotitie bevat een totaaloordeel op basis van het volledig doorlopen investerings- of transactiekader. Het ingevulde kader wordt als bijlage aan de notitie toegevoegd. Notitie afstemmen met FEZ en indien nodig met BJZ.	Dossierhouders deelneming
Opstellen brief of e-mail ter bevestiging van goedkeuring of afkeuring van het investeringsvoorstel.	Dossierhouders deelneming
Doorgeven datum, omvang en omschrijving in twee regels aan het investeringsteam. Een overzicht van alle investeringsvoorstellen wordt vastgelegd ten behoeve van het Jaarverslag Beheer Staatsdeelnemingen	Dossierhouders deelneming
Evalueren hoe het beoordelingstraject verlopen is.	Dossierhouders deelneming en investeringsteam

2.2 Vereisten aan voorbereiding

Hoewel investeringen divers van aard zijn, is getracht een indeling te maken tussen een basis en een zwaarwegende toets. Het verschil tussen deze twee categorieën is de diepgang waaraan de diverse criteria worden getoetst. De dossierhouder doet aan het MT het voorstel in welke categorie het investeringsvoorstel van de deelneming valt. Transacties worden altijd aan een zwaarwegende toets onderworpen en kennen enkele karakteristieke vragen die in het kader zijn opgenomen.

De volgende richtlijnen bieden de dossierhouder ondersteuning bij het vaststellen van de benodigde beoordeling.

Basis toets	<ul style="list-style-type: none"> • Niet-complexe investeringen of investeringen met een omvang van 1-2x de investeringsdrempel • Investerings die op reguliere basis plaatsvinden of een gereguleerd en wettelijk karakter hebben
Zwaarwegende toets	<ul style="list-style-type: none"> • Investerings met een minimale omvang van meer dan 3x de investeringsdrempel • Investerings met een kleinere omvang kunnen toch in dit segment vallen door een hogere mate van complexiteit: (1) nieuwe activiteiten en/of nieuwe markten, (2) risicovolle activiteiten (verhoging risicoprofiel deelneming), (3) niet-gereguleerde activiteiten, (4) buitenlandse activiteiten

Onderstaand is per criterium (1) een korte omschrijving gegeven, (2) de te nemen stappen beschreven en (3) de benodigde documentatie. Ten aanzien van de benodigde documentatie kan het zo zijn dat met Financiën een integrale business case wordt gedeeld waarin reeds meerdere of alle benodigde documenten zijn opgenomen.

De planning bevat een tijdslijn met de op te leveren documenten en wanneer welke stakeholders worden betrokken, zoals de rvc en de aandeelhouder. Bij de start van

het proces is het aan te raden een *kick-off* te organiseren met de deelneming waarin de planning en vereiste *deliverables* worden besproken. Het is van belang bij zo'n bijeenkomst de volgende zaken met vertegenwoordigers van de deelneming door te lopen:

- De planning van het investeringstraject en toelichting op wanneer de verschillende stakeholders worden betrokken. Bij buitenlandse investeringen gaat het ook om wanneer de betreffende stakeholders in het desbetreffende land worden betrokken.
- Een overzicht wordt gegeven van de op te leveren documenten (bijvoorbeeld: output financieel model en/of een risico-analyse, due diligence rapporten, investeringsvoorstel,)
- Bepalen hoe o.a. minister/staatssecretaris betrokken worden en of de Tweede Kamer geïnformeerd moet worden.
- Bepalen of het publiek belang nog beoordeeld moet worden en dus het vakdepartement betrokken dient te worden.
- Doorgeven aan de deelneming wat de verwachte doorlooptijd van Financiën zal zijn.

Het is van belang dat de rvc voldoende bij de investeringsbeslissing is betrokken en goedkeuring heeft verleend of naar verwachting zal verlenen. Dit zorgt ervoor dat commissarissen voldoende hun toezichthoudende taak vervullen en daarmee ook verantwoordelijkheid dragen.

- Aan directie vragen wat standpunt van de rvc is inzake de voorliggende investering. Informeren wat volgens rvc voornaamste risico's zijn. Het kan wenselijk zijn bij grote investeringen direct contact met de rvc op te nemen om naar hun betrokkenheid en standpunt te vragen.

Inhuur adviseur

Voorafgaand aan de beoordeling van de investering dient bepaald te worden of een externe verificatie door een adviseur in opdracht van de aandeelhouder meerwaarde heeft. De dossierhouder maakt de afweging of de benodigde kennis om het investeringsvoorstel te beoordelen bij de aandeelhouder aanwezig is. Zo niet dan kan er voor de gehele investering of voor specifieke onderdelen/risico's een adviseur worden ingehuurd. Dit gebeurt door de dossierhouders in samenspraak met iemand uit het investeringsteam. Het uiteindelijke voorstel wordt voorgelegd aan het MT. Bij reguliere investeringen zal de deelneming mogelijk geen eigen adviseur hebben.

Om te bepalen of de aandeelhouder zelf extern advies nodig heeft bij de goedkeuring van de investering is geen vastgelegd protocol. Als uitgangspunt geldt dat extern advies niet noodzakelijk is wanneer er sprake is van een relatief kleine reguliere investering waarin de deelneming (en eventueel haar adviseur) voldoende kennis en ervaring heeft en de aandeelhouder de risico's van de investering goed kan inschatten.

Bij de inhuur van een extern adviseur zijn de volgende aspecten van belang:

- Beoordelen van kennis en ervaring van ingehuurde adviseurs door de deelneming.
- Beoordelen onafhankelijkheid (geen conflicterende belangen) van ingehuurde adviseurs. De deelneming dient dit te kunnen bevestigen. Dit betekent concreet

dat de ingehuurd adviseur van de deelneming niet betrokken kan zijn als adviseur van de staat.

De opdracht van een extern adviseur kan uit verschillende onderdelen bestaan en op verschillende niveaus worden uitgevoerd:

- Een plausibiliteits- of procestoets; dit is de lichtste vorm van externe beoordeling en kan worden gebruikt bij meer complexere investeringen wanneer er gesteund kan worden op het werk van de deelneming en eventueel haar adviseur.
- Een grondige inhoudelijke toets op specifiek een onderdeel van de business case dat risicovol/onzeker is; Deze vorm wordt gebruikt als er specifieke onderdelen zijn waarop de deelneming weinig ervaring heeft of volgens de aandeelhouder mogelijk onvoldoende aandacht voor is geweest. In dat geval is een second opinion door een externe adviseur wenselijk.
- Een uitgebreid technische, financieel of strategisch onderzoek naar het investeringsvoorstel. Dit is de meest verstrekkende vorm van externe inhuur, hiervan wordt gebruik gemaakt van complexe investeringen en grote transacties.

3 Investerings- en transactiekader

Het onderstaande overzicht geeft de hoofdonderdelen van het investerings-/transactiekader weer, inclusief alle criteria die dienen te worden beoordeeld. Dit kader dient als ondersteuning voor het beoordelingsteam om zelf tot een oordeel te komen. Het simpelweg aanwezig zijn van de informatie vormt dus het startpunt van de beoordeling en niet het eindpunt. Het kader is opgedeeld in de belangrijkste vier onderdelen van een voorstel vanuit het perspectief van de staat:

Overzicht investerings- en transactiekader		
Nr.	Onderdeel	Criteria investeringskader
1	Strategie en publiek belang	1. Strategische rationale en publiek belang 2. Stakeholderanalyse investering
2	Rendement	1. Rendement en dividendinkomsten 2. Financieel model
3	Risico-analyse	1. Risicoparagraaf 2. Gevoeligheidsanalyse
4	Implementatie	1. Implementatieplan 2. Effect op ondernemingsstructuur

Het investeringskader is van toepassing op zoveel mogelijk investeringen, overnames, fusies en deelnemingen die door staatsdeelnemingen worden geïnitieerd en aan de aandeelhouder worden voorgelegd, evenals desinvesteringen en verkoop van aandelenbelangen. Het kader is tevens van toepassing op transacties waarbij het een aankoop of verkoop van een vennootschap betreft die aan de aandeelhouder dient te worden voorgelegd. Dit transactiekader is niet van toepassing op fusies of de verkoop van een gehele staatsdeelneming. Dergelijke trajecten vergen een maatwerkoplossing.

Het gaat dus om een grote verscheidenheid aan potentiële investeringen/transacties. Het is daarom mogelijk dat bepaalde onderdelen van het investerings-/transactiekader in concrete gevallen niet van toepassing of niet relevant zijn. Voor zover dat niet op voorhand duidelijk is, verdient het aanbeveling om het buiten beschouwing laten van onderdelen van het investerings-/transactiekader schriftelijk vast te leggen en te worden gemotiveerd (pas toe of leg uit).

In het hoofdstuk 'Vorbereiding investeringsvoorstel of transactie' is reeds beschreven hoe de dossierhouder kan bepalen in welke categorie het investeringsvoorstel van de deelneming valt. Voor een zwaarwegende toets en een transactie zijn aanvullende criteria opgenomen die na de basistoets moeten worden behandeld.

Onderstaand is per criterium een korte omschrijving gegeven en de te nemen stappen beschreven uitgesplitst naar *basis* en *zwaarwegende* toets voor de betreffende investering.

3.1 Strategie en publiek belang

3.1.1 Strategische rationale en publiek belang

Dit onderdeel bestaat uit twee delen die vaak nauw met elkaar verbonden zijn: de strategische rationale van de investering en de bepaling of de investering in lijn is met de publieke belangen.

Ter toetsing van de strategische rationale, moet worden vastgesteld of de investering past binnen de strategie van de onderneming, de geformuleerde publieke belangen en de doelomschrijving van de deelneming in de statuten.

De investering dient in lijn te zijn met het publiek belang van de deelneming. Dit houdt in dat de met de deelneming betrokken publieke belangen centraal moeten staan in de investeringen van een staatsdeelneming. De aandeelhouder betreft het beleidsdepartement bij de toets van de investering op het publieke belang. Dat wil niet zeggen dat de activiteiten beperkt moeten blijven tot het publieke belang in enge zin. Er kunnen gegronde redenen zijn om bredere activiteiten te ontplooiën. Het effect van de investering op het betreffende publieke belang dient overtuigend kwalitatief onderbouwd te zijn. Een kwantitatieve onderbouwing of (maatschappelijke) kosten-batenanalyse is wenselijk (vooral bij grote en/of potentieel controversiële investeringen), maar in praktijk niet altijd te realiseren. In geval van investeringen onderworpen aan een zwaarwegende toets dient het vakdepartement gevraagd te worden om de onderbouwing schriftelijk (per brief) te bevestigen.

De onderliggende onderbouwing van de strategische rationale en/of publiek belang dient gevalideerd worden door het beoordelingsteam (eventueel ondersteund door een externe adviseur).

Criteria basis toets:

- Toetsen of de investering in lijn is met de strategie/businessplan.
- Beoordelen of het effect van de investering in lijn is met de door het beleidsdepartement gedefinieerde publieke belangen. Het vakdepartement is hier primair verantwoordelijk voor en dient zijn beoordeling schriftelijk vast te leggen (per e-mail of per brief).
- Beoordelen of de achterliggende redenen van de investering in de doelomschrijving uit de statuten en binnen de strategie van de staatsdeelneming passen.

Aanvullende analyse buitenland:

- Motiveren wat de (directe of indirecte) bijdrage van de buitenlandse investeringen is aan het publieke belang dat de betreffende staatsdeelneming in Nederland borgt. Het vakdepartement moet hier ook een oordeel over geven.

3.1.2 Stakeholderanalyse investering

De deelneming dient een stakeholderanalyse op te stellen voor de investering. De belangen van de verschillende stakeholders dienen inzichtelijk te worden gemaakt, bijvoorbeeld maatschappelijke effecten op klanten (tarieven), werknemers (werkgelegenheid) of milieu.

Criteria basis toets:

- Beoordelen of de deelneming de effecten op de belangrijkste stakeholders heeft opgenomen? Eventueel kan dit in kaart worden gebracht met behulp van het beleidsdepartement.
- Beoordelen of de belangen van de belangrijkste stakeholders voldoende zijn meegewogen.

Aanvullende criteria zwaarwegende toets:

- Heeft de deelneming de belangen van alle stakeholders in het voorstel vastgelegd?
- Bij gereguleerde deelnemingen: Opvragen effect op tarieven van eindgebruikers in het basis scenario en een worst case scenario laten doorrekenen.
- Nagaan of er maatschappelijke effecten zijn voor bv. werkgelegenheid en milieu.

3.2 Rendement

3.2.1 Rendement en dividendinkomsten

Het uitgangspunt is dat een investering een positieve netto contante waarde heeft. De investering dient daarbij minimaal het normrendement op te leveren. Daarnaast dient het effect op de dividendstroom beoordeeld te worden, mede gegeven de dividendraming in de begroting. Een investering kan bijv. een positieve netto contante waarde hebben (meer rendement in de toekomst) maar op de korte termijn de dividendinkomsten verlagen. Dit kan consequenties hebben voor de dividendraming in de begroting.

Criteria basis toets:

- Vaststellen dat de investering een positieve netto contante waarde heeft. Indien een investering een negatieve contante waarde heeft, dient de deelnemingen de toegevoegde waarde te onderbouwen. Als een dergelijke investering in het publiek belang wordt gedaan, zullen de dossierhouders in overleg treden met het vakdepartement over de financiële dekking op de rijksbegroting.
- Het model bevat een passende discontovoet gegeven het risicoprofiel van de investering en of die in lijn is met de doorgaans door de deelneming gebruikte discontovoet. Vaststellen dat de discontovoet (cost of equity) minimaal de deelneming in staat stelt het normrendement te halen.
- Beoordelen van het effect op dividendinkomsten en gevolgen daarvan voor de dividendraming. Het oordeel afstemmen met FEZ.

3.2.2 Financieel model

Een financieel model bestaat vaak uit een netto contante waarde berekening. Het doel is om te toetsen of het financieel model voldoende detailniveau bevat en of de aannames uit het model realistisch zijn. Bij zwaarwegende investeringen of transacties kan een onafhankelijke second opinion door een adviseur in opdracht van de aandeelhouder of rvc op het model nodig zijn. Bij een transactie wordt het voorgestelde bod vergeleken met de waardering uit het financieel model.

Bij de beoordeling van een investering door een gereguleerde deelneming kan het financieel model meer gericht zijn op het toegestane rendement van de toezichthouder in plaats van een netto contante waarde berekening. In dit geval kunnen niet alle criteria worden behandeld.

Criteria basis toets:

- Beoordelen of de belangrijkste waardebepalende factoren (waarvan het rendement van de investering afhankelijk is) zijn toegelicht.
- De prognose van (groei in) omzet en kosten is realistisch. Er is een aanname gemaakt voor inflatie. Het oordeel van de dossierhouder bestaat bijvoorbeeld uit de toets of de omzetgroei in verhouding is tot de investering en of de kosten stijgen met inflatie.
- Bij een gereguleerde investering wordt vaak geen netto contante waarde berekening gemaakt omdat de omzet door de toezichthouder wordt vastgesteld. In dit geval kunnen dus de bovengenoemde criteria niet allemaal worden getoetst. Indien het rendement wordt vastgesteld door de toezichthouder hoeft dit ook niet te worden getoetst.
- Beoordelen of de hoogte van investering voldoende is onderbouwd.

Aanvullende criteria zwaarwegende toets:

- Toetsen of het model voldoende gedetailleerde segmentatie t.a.v. omzet, kosten en kasstromen bevat. Het is vooral van belang dat alle waardebepalende factoren in kaart zijn gebracht en inzichtelijk zijn gemaakt. Van welke factoren zijn de opbrengst/kosten afhankelijk? Bestaan er causaliteiten tussen deze factoren?
- De discontovoet is uitgesplitst zodat alle variabelen in de WACC-berekening inzichtelijk is gemaakt: risicovrije rente, beta, marktrisicopremie, financieringsstructuur, credit spread debt, belastingtarief. De discontovoet past bij het risicoprofiel van de investering.
- De restwaarde van toekomstige kasstromen na de looptijd van de businesscase is gebaseerd op realistisch (groei)aannames. Een realistische groeiaanname zou maximaal de inflatie moeten zijn, hogere groei zal nader onderbouwd moeten worden door de deelneming.
- Indien dit noodzakelijk wordt geacht, de prognoses van de deelneming laten toetsen door een onafhankelijk adviseur.

Aanvullende analyse buitenland:

- Beoordelen van de aanpassingen of aannames die aan het model zijn gemaakt doordat de investering in het buitenland plaatsvindt. Toets hierbij minimaal hoe is omgegaan met de discontovoet en/of kasstromen (weerspiegeling van het risicoprofiel van het land/sector) en eventuele valutarisico's.

Criteria transactie toets:

- Bij overnames en participaties door deelnemingen wenst de staat een onafhankelijke fairness opinion te ontvangen ten aanzien van de waardering (toezegging minister naar aanleiding van overname door Gasunie in 2007). De rvc of de aandeelhouder kunnen hierom verzoeken.
- Beoordelen van het voorgestelde bod in vergelijking met de waardering uit het financieel model. Wanneer de prijs significant lager of hoger ligt dan de geschatte waarde dan moet dit verschil worden onderbouwd.

3.3 Risico's en mitigering

3.3.1 Risicoparagraaf

De risicoparagraaf dient de belangrijkste risico's en beheersmaatregelen te bevatten. Bij transacties bieden de uitkomsten van due diligence rapporten (financial, commercial, juridische due diligence) inzicht in de risico's.

Criteria basis toets:

- Toets op de volledigheid van de risico-analyse. Onderstaande tabel biedt voorbeelden van eventuele risico's die aan de orde kunnen zijn.
- Beoordelen van de risico's uit het investeringsvoorstel
- Beoordelen van de voorgestelde beheersmaatregelen om deze risico's te mitigeren.

Voorbeeld: mogelijke risico's ter beoordeling		
Risico	Omschrijving	Indicatoren
Financiële risico's	Het risico dat de financiële positie (solvabiliteit) in gevaar komt als gevolg van de investering. Een maatstaf voor de financiële positie is de credit rating. De Nota deelnemingenbeleid schrijft ten minste een A minus-rating voor. Dit niveau mag niet in gevaar komen door de investering.	<ul style="list-style-type: none"> • Schuldpositie (leverage) • Credit rating • Effect op financiële ratio's (bv. interest coverage ratio)
Staatssteunrisico	Het risico dat sprake is van ongeoorloofde staatssteun.	<ul style="list-style-type: none"> • Juridische analyse door BJZ of advocaat • Market Economy Investor Principle (MEIP) toets
Regulerings- en politiek risico	De kans op negatieve effecten van toekomstige nationale of Europese wetgeving/besluitvorming op de investering. Risico op mogelijke maatschappelijke/politieke gevolgen.	<ul style="list-style-type: none"> • Gereguleerde deeln.: Voorlopige zienswijze toezichthouder (bv. ACM) • Analyse verwachtingen t.a.v. regulerings-omgeving • Juridische due diligence
Operationele risico's	Operationeel risico betreft het risico dat ontstaat als gevolg van het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen, en onverwachte externe gebeurtenissen.	<ul style="list-style-type: none"> • Operationele due diligence
Valutarisico	Het risico dat de wisselkoers van de vreemde valuta zodanig verandert, waardoor inkomsten tegenvallen of de benodigde investering hoger is dan verwacht.	<ul style="list-style-type: none"> • Afdekking van valutarisico door derivaten

Aanvullende criteria zwaarwegende toets:

- Beoordelen of de belangrijkste risico's voldoende zijn gekwantificeerd wanneer van toepassing. Financiële impact van een *worst case scenario* op de onderneming is doorgerekend en uitkomst is acceptabel. Een concrete invulling hiervan is het zgn. *capital at risk*. Dit is de som van de kapitaalbijdragen door de deelneming plus de garanties die de deelneming afgeeft. De uitkomst van het *worst case scenario* dient zodanig te zijn dat de publieke dienstverlening ongestoord kan worden voortgezet, zonder financiële steun overheid. Dit kan gezien worden als een objectieve onderbouwing van de bovenstaande criteria.

3.3.2 Gevoeligheidsanalyse en scenarioanalyse

Een gevoeligheidsanalyse maakt inzichtelijk wat het effect is van een verandering van één aanname. Een dergelijke analyse maakt inzichtelijk hoe gevoelig de waardering van de investering is voor één enkele verandering in de onderliggende

aannames. De risico's van de investering dienen voldoende te zijn gekwantificeerd in een gevoeligheidsanalyse. In een scenarioanalyse worden de variabelen niet afzonderlijk beoordeeld, maar staan zij in verband met elkaar.

Criteria basis toets:

- Vaststellen dat de gevoeligheidsanalyse de belangrijkste risico's bevat die gekwantificeerd kunnen worden. Minimaal zal een gevoeligheidsanalyse de prognose voor (groei in) omzet, kosten en een hoger investeringsniveau moeten bevatten. Beoordelen of de uitkomsten acceptabel zijn voor de aandeelhouder en bepalen wat de effecten van de gevoeligheidsanalyse zijn op het advies over het investeringsvoorstel aan de minister of staatssecretaris.

Aanvullende criteria zwaarwegende toets:

- Vaststellen dat een gevoeligheidsanalyse is opgesteld voor de discontovoet en beoordelen van de analyse.
- Er is een *worst case* en een *best case* scenario berekend zodat de bandbreedte van het investeringsvoorstel kan worden bepaald.

3.4 Implementatie

3.4.1 Implementatieplan

Procestoets van de planning en draaiboeken die zijn gemaakt voor het succesvol implementeren van de investering of transactie.

Criteria basis toets:

- Vaststellen dat de deelneming een realistische planning heeft opgesteld.

Aanvullende criteria zwaarwegende toets:

- Beoordelen van het implementatieplan met betrekking tot: realistische tijdlijnen, kosten, programmaorganisatie (rolverdeling, projectstructuur, rapportagestructuur) en toezicht op het programma (door rvc/rvb).
- De kennis en ervaring van de programmaorganisatie sluit aan bij de investering en personeel is beschikbaar.
- Welke risico's zitten er aan de implementatie? (bv. kan de deelneming alle projecten tegelijk aan?)

3.4.2 Effect op toekomstige ondernemingsstructuur

Voldoende blijk van bekwaamheid bij het bestuur en het (lokale) managementteam. Bij transacties nagaan of er effecten zijn op de ondernemingsstructuur en de zeggenschap van de staat.

Criteria basis toets:

- Beoordelen of de rvb en de rvc voldoende ervaring hebben op gebied van de investering of hierbij voldoende wordt ondersteund.

Criteria transactie toets:

- Vaststellen of de nieuwe zeggenschapstructuur als gevolg van de transactie leidt tot afwijkingen van de bevoegdheden van de staat als aandeelhouder zoals beschreven in de standaardstatuten. Beoordelen of eventuele afwijkingen acceptabel zijn mede in het licht van de borging van de betreffende publieke belangen.

- Beoordelen van de hoofdlijnen van koopovereenkomst, aandeelhoudersovereenkomst, garanties, vrijwaringen, optierechten en evt. verwatering, voor zover relevant.

4 Bijlage A: Checklist beoordelingsproces

Onderstaande tabel bevat alle onderdelen die doorlopen moeten worden voor een correcte beoordeling van een investeringsvoorstel of een transactie van een deelneming.

Checklist investerings-/transactievoorstel		
Stappen	Aanwezig	Toelichting
Voorbereiding		
Aanmaken werkmap (digidoc) voor archivering van alle documentatie en communicatie		
Organiseren van <i>kick-off</i> om de planning en vereisten met de deelneming te bespreken		
Deelneming stuurt investerings-/transactie voorstel op		
Controle of alle benodigde documenten verschaft zijn		
Betrekken teamlid investeringsteam voor borging proces		
Informeren beleidsdepartement over investering/transactie		
Informeren relevante afdelingen binnen Financiën		
Inventariseren posities van stakeholders tbv notitie (Bv. Fin. Intern, andere aandeelhouders en vakdepartementen)		
Samen met teamlid investeringsteam bepalen of extern advies noodzakelijk is		
Planning voor beoordelingsproces opstellen		
Beoordeling		
<i>1. Strategie en publiek belang</i>		
Strategische rationale en publiek belang		
Stakeholderanalyse		
<i>2. Rendement</i>		
Rendement en dividendinkomsten		
Financieel model		
<i>3. Risico's en mitigering</i>		
Risicoparagraaf		
Gevoeligheidsanalyse		
<i>4. Implementatie</i>		
Implementatieplan		
Effect op ondernemingsstructuur		
Notitie ('Ter Beslissing') aan bewindspersoon		
Totaal oordeel op basis van het investerings-/transactiekader		
Afstemming van oordeel met interne stakeholders en deelneming		
De checklist is als bijlage aan de notitie toegevoegd.		
Vastlegging		
Opstellen brief of e-mail ter bevestiging van goedkeuring of afkeuring van het voorstel		
Ondertekenen aandeelhoudersbesluit door de directeur Financieringen		
Doorgeven datum, omvang en omschrijving in twee		

regels aan het investeringsteam.		
Evaluatie van het beoordelingsproces		
De beslisnotitie en belangrijke communicatie is vastgelegd in digidoc		

5 Bijlage B: Investeringsdrempels per deelneming (1-3-2016)

Onderstaand overzicht geeft de investeringsdrempels per deelneming voor (buitenlandse) investeringen en (buitenlandse) overnames.

Investeringsdrempel per deelneming	
Deelneming	Investeringsdrempel
BNG Bank	Investering: een derde van het eigen vermogen Overname/participatie: een derde van het eigen vermogen
COVRA	Investering: Nederland € 5 mln.; buitenland € 1 mln. Overname/participatie: € 1 mln.
FMO	Investering: een derde van het balanstotaal ¹ Overname/participatie: een derde van het balanstotaal
Gasunie	Investering: Nederland € 100 mln.; Duitsland gereguleerd € 100 mln. Duitsland ongereguleerd en overig buitenland € 50 mln. Overname/participatie: Nederland € 50 mln.; buitenland € 25 mln.
HbR	Investering: € 50 mln.; Overname/participatie: Nederland: een derde van de balanswaarde van de bestaande deelnemingen; buitenland: altijd
Holland Casino	Investering: formele goedkeuring van de aandeelhouder is niet vereist Overname/participatie: een derde van het balanstotaal
De Munt	Investering: Nederland € 1 mln.; buitenland altijd Overname/participatie: altijd
Nederlandse Loterij	Investering: Nederland € 2 mln.; buitenland € 1 mln. Overname/participatie: € 1 mln.
NS ²	Investering: Nederland € 200 mln.; buitenland € 100 mln. Overname/participatie: Nederland € 100 mln.; buitenland € 50 mln. Concessies: Nederland € 100 mln.; buitenland € 50 mln.
KLM	Investering: een derde van het balanstotaal Overname/participatie: een derde van het balanstotaal
NWB Bank	Investering: een derde van het eigen vermogen Overname/participatie: een derde van het eigen vermogen
Schiphol	Investering: 10% van het balanstotaal Overname/participatie: een derde van het balanstotaal
Tennet	Investering: Nederland € 200 mln.; Duitsland gereguleerd € 200 mln. Duitsland ongereguleerd en overig buitenland € 100 mln. Overname/participatie: Nederland € 100 mln.; buitenland € 50 mln.
UCN	Investering: € 5 mln. Overname/participatie: € 5 mln.

¹ Er zijn geen investeringsdrempels vastgelegd in de statuten van FMO. Wel staat in het directiebesluit van FMO dat de aandeelhoudersvergadering om goedkeuring zal worden gevraagd bij beslissingen boven de € 360 miljoen.

² Er is overeenstemming met de NS over de wijziging van de statuten waarin de in deze tabel vermelde drempelbedragen worden vastgelegd. De statuten zullen begin 2016 formeel gewijzigd worden. In 2015 is heeft de staat als aandeelhouder de beoordeling van voorstellen van NS ingericht conform de nieuwe drempelbedragen.