



Handboek Investerings Staatsdeelnemingen 2023

Versie 1

Datum	april 2023
Status	Definitief

Inhoud

1	Inleiding 3
1.1	Doelstelling en reikwijdte 3
1.2	Handleiding en leeswijzer 3
2	Beleid 4
2.1	Zeggenschap en instrumenten 4
2.2	Invulling zeggenschap 4
3	Voorbereiding investeringsvoorstel 7
3.1	Procesbeschrijving en rolverdeling 7
3.2	Betrokkenheid van de raad van commissarissen 9
4	Beoordelingskader 10
4.1	Publiek belang en strategische rationale 10
4.2	Maatschappelijk verantwoord ondernemen 13
4.3	Financiële toets 14
4.4	Risicoanalyse 16
	Bijlage A: Goedkeuringsdrempels per deelneming (1-1-2022) 19
	Bijlage B: Aandachtspuntenlijst investering 21

1 Inleiding

1.1 Doelstelling en reikwijdte

Staatsdeelnemingen (hierna: deelnemingen) doen investeringen om de publieke taken goed te kunnen blijven vervullen en om uitvoering te geven aan hun strategie. Het kan gaan om vervangingsinvesteringen ter continuering van de huidige activiteiten of, vanwege bijvoorbeeld de toename van de vraag of aard van de activiteiten, om uitbreidingsinvesteringen.

In de Nota Deelnemingenbeleid 2022 (Nota 2022) is vastgelegd dat elke investering – ongeacht of deze plaatsvindt in de kernactiviteiten in Nederland of in brede activiteiten (zoals buitenlandse of branchevreemde investeringen) – moet bijdragen aan de borging van het publiek belang en in lijn moet zijn met de strategie van de onderneming. Ook is het daarbij van belang dat de investering op een maatschappelijk verantwoorde wijze wordt uitgevoerd door de deelneming (i.e. maatschappelijk verantwoord ondernemen). Daarnaast dient er een solide business case aan de investering ten grondslag te liggen en moeten de risico's goed in beeld zijn en afdoende worden gemitigeerd.

Dit handboek Investerings Staatsdeelnemingen 2022 biedt een beoordelingskader waaraan de aandeelhouder investeringen van deelnemingen kan toetsen. Het gaat daarbij om investeringen met een omvang boven de wettelijke drempels of de in de statuten vastgelegde goedkeuringsdrempels.

Naast investeringen kan de aandeelhouder transacties van deelnemingen toetsen. Voor deze transacties geldt hetzelfde afwegingskader als voor de investeringen. Onder transacties wordt verstaan het aankopen of afstoten van een aandelenbelang in andere ondernemingen door een deelneming zelf. Voor het aangaan van een nieuwe deelneming of de (gedeeltelijke) privatisering van een deelneming geldt het afwegingskader aangaan en afstoten van deelnemingen zoals beschreven in hoofdstuk 4 van de Nota 2022.

Omdat elke investering haar bijzonderheden kent, blijft het beoordelen hiervan en het opstellen van een advies hierover maatwerk. Het doel van dit handboek is om de aandeelhouder te ondersteunen in het beoordelingsproces van investeringen. Het handboek beschrijft het proces en de criteria waarmee de aandeelhouder kan beoordelen of de investeringsvoorstellen voldoen aan het beleid zoals beschreven in de Nota 2022. Het handboek is geen afvinklijst, maar vooral een hulpmiddel.

1.2 Handleiding en leeswijzer

In hoofdstuk 2 van dit handboek wordt het algemene beleid uiteengezet zoals beschreven in de Nota 2022. In hoofdstuk 3 wordt onder andere ingegaan op het beoordelingsproces en welke stakeholders betrokken moeten worden. Hoofdstuk 4 van dit handboek beschrijft het beoordelingskader en geeft nadere toelichting bij de criteria en belangrijke overwegingen daarbij.

2 Beleid

De staat verwacht dat de deelneming de juiste investeringen doet om de activiteiten die ondersteunend zijn aan het publiek belang naar behoren te kunnen uitvoeren en tegelijkertijd de financiële continuïteit van de onderneming te kunnen waarborgen.

2.1 Zeggenschap en instrumenten

De algemene vergadering van aandeelhouders heeft een goedkeuringsrecht voor investeringen met een waarde van meer dan een derde van het balanstotaal van de onderneming.¹ Om er zorg voor te dragen dat de minister van Financiën als aandeelhouder invloed heeft op cruciale investeringsbeslissingen zijn specifieke goedkeuringsdrempels per deelneming vastgelegd in de statuten. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen investeringen die aansluiten bij de huidige bedrijfsactiviteiten en investeringen in brede activiteiten, zoals branchevreemde en buitenlandse activiteiten. Bijlage A geeft een overzicht van de drempels per deelneming.

2.2 Invulling zeggenschap

Het initiatief voor investeringsplannen ligt bij het bestuur van de onderneming. Als het bestuur een investeringsplan heeft dat goedkeuring van de aandeelhouder behoeft, dan verwacht de aandeelhouder vroegtijdig in het traject te worden betrokken. Een tijdige betrokkenheid van de aandeelhouder is ook in het belang van de onderneming, omdat op die manier wordt voorkomen dat er veel tijd en geld wordt gestopt in plannen die bij voorbaat niet op steun kunnen rekenen. Ook leert de praktijk dat vroegtijdige betrokkenheid de doorlooptijd van de beoordeling aanzienlijk kan verkorten. Vroegtijdige betrokkenheid van de aandeelhouder doet niets af aan de formele governance-verhoudingen en laat onverlet dat de aandeelhouder het voorstel pas *formeel* kan beoordelen, *nadat* de Raad van Commissarissen het voorstel heeft goedgekeurd. Bij grote investeringen kan met de raad van commissarissen in gesprek getreden worden over hun belangrijkste aandachtspunten voor de investering.

Beoordeling investeringen

De aandeelhouder beoordeelt, op basis van de informatie die de deelneming verschaft, een investeringsvoorstel aan de hand van vier criteria: bijdrage aan het publiek belang, maatschappelijk verantwoord ondernemen, financiële toets en een risicoanalyse. Deze criteria zijn uitgewerkt in het beoordelingskader in hoofdstuk 4. Omdat elke investering haar bijzonderheden kent, blijft het beoordelen maatwerk. Het doel van deze criteria is dan ook niet om elke situatie af te dekken, maar om handvatten te bieden voor een kritische en consistente beoordeling. Daarnaast kunnen ook nog andere overwegingen worden meegenomen in de beoordeling van een investering. Dat kan het geval zijn bij bijvoorbeeld investeringen in brede activiteiten, investeringen in gereguleerde sectoren en investeringen in de energietransitie.

Brede activiteiten

¹ Artikel 2:107a BW (voor de NV).

Het kabinet wil deelnemingen de ruimte geven om gericht en weloverwogen brede activiteiten te ontwikkelen die een bijdrage leveren aan het publiek belang. Bij investeringen in brede activiteiten geldt als uitgangspunt dat de kernactiviteiten die direct ondersteunend zijn aan het publiek belang niet mogen lijden onder deze investeringen. Binnen de brede activiteiten maakt de staat een additioneel onderscheid:

- Bij investeringen in activiteiten die weliswaar gekoppeld zijn aan de kernactiviteiten (bijvoorbeeld door een fysieke, digitale, operationele of logistieke verbinding), maar slechts indirect bijdragen aan de publieke belangen, gelden aanvullende criteria (zie hiervoor hoofdstuk 4).
- Investeringen in brede activiteiten die louter een winstoogmerk hebben en verder op geen enkele wijze ondersteunend zijn aan de publieke belangen noch gelieerd zijn aan de Nederlandse kernactiviteiten, kunnen niet op goedkeuring van de aandeelhouder rekenen.²

Gereguleerde investeringen

Indien de deelneming (gedeeltelijk) actief is in een gereguleerde markt dan zal de beoordelingsruimte van de aandeelhouder beperkter zijn. Enkele deelnemingen, waaronder netbeheerders TenneT en Gasunie, investeren in infrastructuur binnen wettelijk gereguleerde kaders. Periodiek moeten deze ondernemingen inventariseren welke investeringen nodig zijn om aan de wettelijke verplichting te voldoen.

De toezichthouder ACM en het ministerie van EZK toetsen nut en noodzaak van deze investeringen, ieder vanuit zijn eigen perspectief. Ook beoordeelt de ACM achteraf de efficiëntie van de uitvoering en stelt de vergoedingssystematiek inclusief de hoogte van het toegestane rendement periodiek vast.

Deze systematiek leidt ertoe dat de beoordelingsruimte voor de aandeelhouder kleiner is. Door vroeg in het investeringsproces te worden betrokken is er nog steeds voldoende ruimte voor een adequate beoordeling. Er ligt in deze gevallen meer nadruk op zaken zoals bijvoorbeeld de beoordeling van het reguleringsrisico, stakeholdermanagement, ontwerpkeuzes, en de termijn waarop de infrastructuur volledig wordt benut ("vollooprisico's").

Investerings in de energietransitie

Investerings door deelnemingen zijn steeds vaker gericht op het realiseren van de energietransitie en de daaraan gekoppelde klimaatdoelstellingen. Bij de beoordeling van dit soort investeringen zijn er specifieke aandachtspunten. Hoewel de minister van Financiën als aandeelhouder geen winstmaximalisatie nastreeft, dienen investeringen gepaard te gaan met een adequaat rendement, dat correspondeert met de risico's die met de investering gepaard gaan.

Investerings in de energietransitie worden in sommige gevallen gekenmerkt door lange terugverdientijden en relatief hoge risico's. De risico's kunnen onder andere voortkomen uit een bepaalde mate van onvoorspelbaarheid en het grote aantal stakeholders om een project te laten slagen. Afgezet tegen de risico's kan het rendement van dit soort investeringen in die gevallen relatief laag zijn. Bij de beoordeling is het daarom belangrijk om de risico-rendementsafweging in een breed perspectief te bezien. Ook eventuele maatschappelijke gevolgen van het niet

² Conform de motie Grinwis en Van Dijk, Kamerstukken II 2021/22, 28 165, nr. 365.

doorgaan van een investering dienen hierbij te worden meegewogen. De aandeelhouder is in dit soort gevallen, mits nut en noodzaak voor de energietransitie voldoende onderbouwd door de deelneming en onderschreven door het beleidsdepartement, bereid een minder gunstig risico-rendementsprofiel te accepteren. Goede toetsing van de nut en noodzaak voor de energietransitie kan op verschillende manieren plaatsvinden, bijvoorbeeld:

- Uitvoeren van een maatschappelijke kosten-baten analyse (zie hoofdstuk 4.1);
- In lijn met uitkomsten van onderzoeken door bijvoorbeeld het planbureau voor de leefomgeving, de raad voor de leefomgeving en infrastructuur, interdepartementale beleidsonderzoeken (IBO's) en TNO;
- Voor de meeste projecten in de energietransitie geldt nog dat er subsidie (vanuit EZK of de Europese Unie) nodig is om het project financieel levensvatbaar te krijgen. Een subsidiebeschikking is daarbij ook een duidelijk signaal van de maatschappelijke bijdrage;
- Toetsing of het project in lijn is met het fit-for-55 pakket van de Europese Unie.

Daarbovenop kan het noodzakelijk zijn dat het beleidsdepartement, de deelneming en de aandeelhouder met elkaar in overleg treden om afspraken te maken over benodigde extra financiële ondersteuning door de overheid, om zo de investering mogelijk te maken. Daarnaast kan ook aanpassing van wet- en regelgeving financieel verlichting bieden aan de deelneming, de risico's rondom een project verkleinen of de doorlooptijd versnellen. Dat kan zowel bij bestaande als nieuwe infrastructuur.

3 Voorbereiding investeringsvoorstel

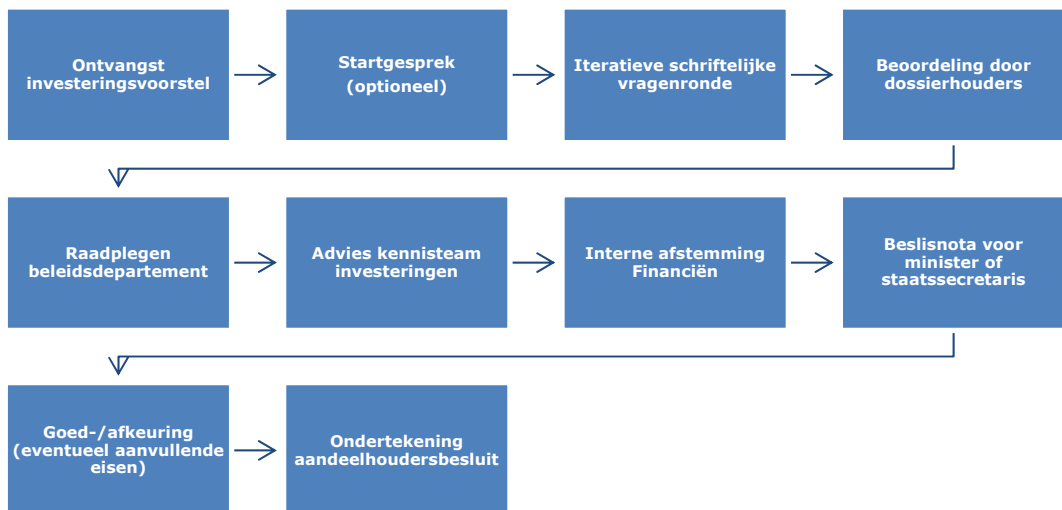
3.1 Procesbeschrijving en rolverdeling

Deelnemingen moeten investeringen ter goedkeuring voorleggen aan de algemene vergadering van aandeelhouders wanneer deze boven de goedkeuringsdrempel van de deelneming vallen. De deelneming stelt daartoe een uitgebreide beschrijving van het investeringsvoorstel op en maakt het gevraagde besluit concreet. De deelneming overhandigt daarbij de belangrijkste informatie, zoals omschreven in Hoofdstuk 4, aan de aandeelhouder(s) ter onderbouwing van het investeringsvoorstel.

Binnen Financiën zijn de dossierhouders van de betreffende deelneming verantwoordelijk voor de algehele coördinatie rondom de beoordeling van het ontvangen investeringsvoorstel. Het beleidsdepartement wordt geraadpleegd en desgewenst ontvangen de dossierhouders ondersteuning van leden van het kennisteam investeringen. Daarnaast betrekken de dossierhouders tijdig collega's van de Directie Financieel Economische Zaken (die op haar beurt collega's van de Inspectie der Rijksfinanciën kunnen betrekken) om eventuele gevolgen voor de Rijksbegroting te bespreken.

Onderstaand figuur beschrijft de verschillende processtappen. De doorlooptijd van begin (ontvangst investeringsvoorstel) tot eind (ondertekening aandeelhoudersbesluit) bedraagt doorgaans 6 tot 8 weken.

Figuur 3.1 – Processtappen investeringsvoorstel



Het startschot voor het beoordelingsproces vormt de ontvangst van het investeringsvoorstel van de deelneming. Indien gewenst, kan vervolgens een startgesprek worden gepland tussen de dossierhouders en de deelneming, waarin de deelneming de belangrijkste zaken nader toelicht. Daarna kan een iteratief proces worden opgestart om ervoor te zorgen dat alle vragen van de dossierhouders beantwoord zijn en zij voldoende comfort hebben bij de investering.

Zodra de dossierhouders voldoende comfort hebben bij de beschikbaar gestelde informatie is het zaak om de investering in zijn totaliteit te beoordelen. Daarbij houden de dossierhouders rekening met de criteria zoals omschreven in het beoordelingskader (zie Hoofdstuk 4). Bij de beoordeling kan teruggegrepen worden op eerdere beoordelingen van vergelijkbare investeringen van de deelneming. Aandachtspunten daaruit kunnen in de nieuwe beoordeling leiden tot nader onderzoek om te toetsen of de deelneming daar voldoende rekening mee heeft gehouden. De aandeelhouder kan bijvoorbeeld nagaan of *lessons learned* of aanbevelingen van externe adviseurs ten aanzien van projectmanagement en governance bij een eerder infrastructuurproject van de deelneming zijn opgevolgd en toegepast bij nieuwe infrastructuurprojecten van diezelfde deelneming.

Externe adviseur

Indien gewenst, kunnen de dossierhouders – in afstemming met het managementteam – ervoor kiezen om een externe adviseur in te schakelen om (bepaalde onderdelen van) het investeringsvoorstel nader te onderzoeken en te toetsen. Als uitgangspunt geldt dat extern advies niet noodzakelijk is wanneer er sprake is van een relatief kleine of reguliere investering waarin de deelneming voldoende kennis en ervaring heeft. Naar mate de investering complexer van aard is of een bijzonder karakter heeft, dan ligt het eerder voor de hand om additioneel advies te vragen.

Bij complexe en/of politiek gevoelige investeringen is het wenselijk de minister of staatssecretaris al in een vroeg stadium te informeren over een toekomstig investeringsvoorstel. Dat kan bijvoorbeeld via de halfjaarlijkse nota met aankomende investeringen of met een separate nota. Eventuele specifieke vragen en aandachtspunten van de minister of staatssecretaris kunnen dan al worden meegegeven aan de deelneming

Parallel aan de beoordeling van het investeringsvoorstel betrekken de dossierhouders het relevante beleidsdepartement. De insteek is om bij het beleidsdepartement na te gaan of de investering in lijn is met het publiek belang en wat de bijdrage daaraan is.

Vervolgens vragen de dossierhouders advies aan het kennisteam investeringen of de beoordeling en het advies aan de minister of staatssecretaris in lijn is met het investeringsbeleid en of er nog ontbrekende informatie is of aandachtspunten zijn. De dossierhouders nemen dit advies in overweging en maken zelf de afweging of dit advies relevant is en wordt meegenomen in de uiteindelijke advisering richting de bewindspersonen.

Ook worden andere afdelingen binnen het ministerie van Financiën nauw betrokken. De Directie Financieel Economische Zaken – als primair aanspreekpunt – krijgt standaard de gelegenheid om een mening te vormen (lees: medeparaaf) over het investeringsvoorstel in verband met eventuele budgettaire gevolgen voor de Rijksbegroting (hierbij valt te denken aan extra noodzakelijke financiering, garanties, etc.). Indien nodig kan de Directie Financieel Economische Zaken de Inspectie der Rijksfinanciën betrekken. In het geval dat er (significante) juridische risico's of aandachtspunten zijn, dan behoren de dossierhouders de Directie Juridische Zaken te consulteren.

Zodra de beslisnota met advies gereed is op medewerkersniveau vindt nadere afstemming plaats met achtereenvolgend het afdelingshoofd Deelnemingen ENP of FTK, FEZ/Beleidscontrol, de Directeur Financieringen en de Thesaurier-Generaal en de minister of staatssecretaris. De minister of staatssecretaris kan de investering goedkeuren, maar ook afkeuren, aanvullende vragen stellen, de investering (tijdelijk) aan houden of aanvullende eisen stellen. Wanneer de minister het investeringsvoorstel heeft goedgekeurd, is de Directeur Financieringen bevoegd om namens de minister of staatssecretaris een aandeelhoudersbesluit te tekenen.

3.2 Betrokkenheid van de raad van commissarissen

Het is van belang dat de raad van commissarissen voldoende bij de investeringsbeslissing is betrokken en goedkeuring heeft verleend vóórdat de aandeelhouder een formeel verzoek tot goedkeuring ontvangt. Dit zorgt ervoor dat commissarissen adequaat hun toezichhoudende taak vervullen en daarmee ook verantwoordelijkheid dragen.

De aandeelhouder kan aan de raad van bestuur vragen wat het standpunt is van de raad van commissarissen inzake de voorliggende investering. Daarbij kan de aandeelhouder informeren wat volgens de raad van commissarissen de voornaamste risico's zijn en of de onderneming voldoende beheersmaatregelen treft. Het kan wenselijk zijn bij grote investeringen direct contact met de raad van commissarissen op te nemen om naar hun betrokkenheid en standpunt te vragen.

4 Beoordelingskader

De aandeelhouder beoordeelt, op basis van de informatie die de deelneming ter beschikking stelt, een investeringsvoorstel aan de hand van onderstaande criteria.

Tabel 4.1 – Beoordelingskader investeringsvoorstellen

Beoordelingskader		
Nr.	Onderdeel	Aandachtspunten
1	Publiek belang en strategische rationale	De bijdrage aan het publiek belang en de strategische rationale van de investering.
2	Maatschappelijk verantwoord ondernemen ('MVO')	De effecten op mens, milieu en maatschappij en de voorbeeldrol van de deelneming.
3	Financiële toets	De investering moet in principe positief bijdragen aan de financiële continuïteit van de deelneming.
4	Risicoanalyse	De aard, omvang en impact van de risico's zijn in beeld en de beheersmaatregelen van de deelneming.

De uiteindelijke beoordeling van het investeringsvoorstel dient een samenhang te zijn van bovenstaande criteria. Hierbij kan het in sommige situaties zinvol zijn om de investering niet alleen op zichzelf te beschouwen en op zijn eigen merites te beoordelen, maar ook breder te bezien als onderdeel van een grotere investeringsportefeuille en/of de strategie van de deelneming (bijvoorbeeld bij het behalen van MVO-doelstellingen en het maken van de risico-rendementsafweging). In de volgende paragrafen wordt elk criterium toegelicht en zijn de te nemen stappen beschreven voor de investeringsbeoordeling.

4.1 Publiek belang en strategische rationale

De investering moet een bijdrage leveren aan het publiek belang, getoetst worden door het beleidsdepartement, passen in de strategie van de deelneming zelf en er dient actief rekening met nationale (economische) veiligheid gehouden te worden.

Bijdrage publiek belang

De investering dient een bijdrage te leveren aan het publiek belang dat met de deelneming is gemoeid. Dit dient overtuigend kwalitatief en/of kwantitatief onderbouwd te zijn.

De activiteiten hoeven niet beperkt te blijven tot het publiek belang in enge zin. Er kunnen gegronde redenen zijn om bredere activiteiten, zoals branchevreemde en buitenlandse activiteiten, te ontplooiën. In de Nota 2022 is hiervoor onderstaand afwegingskader gepresenteerd. Elke investering dient getoetst te worden aan dit kader.

Tabel 4.2 – *Categorieën activiteiten deelnemingen*

Bijdrage aan publiek belang		...in enge zin	...in brede zin
Indirect	Gelieerd aan kernactiviteiten	Brede activiteiten met een positief indirect effect op de publieke belangen (o.a. leereffecten, synergie, schaalvoordelen, financieel). <i>De aandeelhouder staat kritisch tegenover activiteiten die slechts indirect bijdragen aan het publiek belang. De indirecte bijdrage moet duidelijk, concreet en overtuigend aangetoond worden door de deelneming.</i>	Brede activiteiten dichtbij de kernactiviteiten. <i>De aandeelhouder staat positief tegenover deze activiteiten zolang het niet ten koste gaat van de kernactiviteiten.</i>
	Niet gelieerd aan kernactiviteiten	Brede activiteiten met alleen een financiële rationale zonder link met de kernactiviteiten van de deelneming. <i>De aandeelhouder is niet bereid om deelnemingen louter voor rendement risico's te laten lopen.</i>	

I. **Directe bijdrage publiek belang**

a. Kernactiviteiten van het bedrijf

De aandeelhouder zal de deelneming aanmoedigen deze activiteiten te ontwikkelen.

b. Brede activiteiten

De aandeelhouder zal de investering in dergelijke bredere activiteiten goedkeuren, als aan de andere voorwaarden in het beoordelingskader zijn voldaan en wanneer deze activiteiten niet ten koste gaan van de kernactiviteiten.

II. **Indirecte bijdrage publiek belang**

a. Gelieerd aan kernactiviteiten

Bij deze "brede activiteiten" moet de deelneming aanvullende aandacht besteden aan de volgende aspecten:

- Gaat deze activiteit niet ten koste van de kernactiviteit. Wanneer de uitvoering van de kernactiviteit op het moment van investeren onder druk staat, zal dit zwaarwegend worden meegenomen.
- De motivering wat de indirecte bijdrage van de brede activiteiten (zoals buitenlandse investeringen) is aan het publiek belang dat de betreffende deelneming in Nederland borgt.
- In kwartaalrapportages dient actief te worden gerapporteerd over deze activiteiten.
- De impact van de indirecte bijdragen, zoals leereffecten, synergiën en schaalvoordelen.
- Het aantonen van een goed trackrecord voor deze brede activiteiten. Bijvoorbeeld bij buitenlandse investeringen aan kunnen tonen dat er ervaring is/kennis van het desbetreffende land.
- Overleggen van een exit strategie. Mocht de activiteit ooit heroverwogen (moeten) worden, onder welke voorwaarden kan de deelneming er dan weer uit stappen? De deelneming dient duidelijk te maken op welke wijze het geïnvesteerde

maatschappelijke kapitaal wordt beschermd tegen financiële risico's.

- Wanneer de onderbouwing hiervoor niet voldoende of overtuigend is zal de investering niet goedgekeurd worden.

b. Niet gelieerd aan kernactiviteiten

De aandeelhouder zal deze investeringen niet goedkeuren.

MKBA

Bij grote investeringen kan een maatschappelijke kosten-baten analyse (MKBA) uitkomst bieden. Hierbij worden naast de financiële kosten en baten, ook de maatschappelijke kosten en baten gekwantificeerd. Een MKBA kan behulpzaam zijn indien de business case vanuit financieel perspectief negatief is, maar er belangrijke andere overwegingen zijn om toch te investeren. Als dergelijke investeringen volgen uit beleidsvoorstellen van het beleidsdepartement, ligt het voor de hand dat het beleidsdepartement het voortouw neemt bij deze MKBA en afstemming zoekt met de aandeelhouder. De MKBA kan bijvoorbeeld een relevant instrument zijn in de besluitvorming over (grote) investeringen in de energietransitie.

Betrokkenheid beleidsdepartement

Er vindt een toets plaats op de bijdrage aan het publieke belang door het beleidsdepartement. In geval van grote of politiek gevoelige investeringen heeft het de voorkeur dat het beleidsdepartement schriftelijk bevestigt dat de investering in lijn is met het publiek belang. Bij investeringen binnen een sterk gereguleerde omgeving is dit minder relevant omdat nut en noodzaak vaak al van tevoren is vastgesteld.

Indien het beleidsdepartement de bijdrage aan het publieke belang niet onderschrijft én zich tegen het voorstel verzet dan wordt dit voorstel voorgelegd aan beide betrokken bewindspersonen en wordt er door hen een besluit genomen.

Bij buitenlandse investeringen kan het voorkomen dat het beleidsdepartement niet in de positie is om een concrete uitspraak te doen over de desbetreffende investering omdat een buitenlandse overheid primaire verantwoordelijkheid draagt. Hierbij is het oordeel over de bijdrage aan het publiek belang en de nut en noodzaak aan de aandeelhouder, op basis van de hierboven geschetste voorwaarden.

Strategie Deelneming

Ook moet de investering passen binnen de strategie van de onderneming, welke logisch voort vloeit uit de doelomschrijving in de statuten van de deelneming. De strategie wordt periodiek herijkt door de deelneming. Hierover wordt de aandeelhouder geconsulteerd.

Nationale en economische veiligheid

Tot slot, dienen de dossierhouders bij de beoordeling van een investeringsvoorstel oog te hebben voor nationale veiligheid en economische veiligheid (indien relevant).

Bij nationale veiligheid gaat het in algemene zin om (i) de aantasting van de continuïteit van vitale processen, (ii) de aantasting van de integriteit en exclusiviteit van informatie en kennis en (iii) het ontstaan van ongewenste strategische afhankelijkheden. Bij economische veiligheid gaat het over het ongestoord functioneren van Nederland als een effectieve en efficiënte economie.

Uitval of verstoring van vitale processen kunnen tot ernstige maatschappelijke ontwrichting leiden en vormen daarmee een bedreiging voor de nationale veiligheid. Een aantal deelnemingen is eigenaar of beheerder van een vitaal proces, zoals aangemerkt door de Nationaal Coördinator Terrorismebestrijding en Veiligheid. Zo zijn bijvoorbeeld TenneT en Gasunie verantwoordelijk voor het landelijk transport van elektriciteit en gas, regelt COVRA de opslag van nucleair materiaal en is de NS verantwoordelijk voor het vervoer van personen en goederen over de (hoofd)spoorweginfrastructuur.

Economische veiligheid betreft het mitigeren van veiligheidsrisico's als gevolg van de verwevenheid van de internationale economie. Door overnames van en investeringen in vitale infrastructuur of bedrijven die hoogwaardige technologie ontwikkelen, kunnen anderen het verdienvermogen van Nederlandse bedrijven ondermijnen. Dit kan op termijn leiden tot ongewenste economische en politieke afhankelijkheden. Hierdoor kan de continuïteit van onze vitale processen in het geding komen of vertrouwelijke of gevoelige informatie weglekken. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn bij de inkoop van kritieke diensten en producten door het Nederlandse bedrijfsleven, waaronder de staatsdeelnemingen. Ook kan economische spionage door kwaadwillende actoren voor komen. Het kan daardoor van belang zijn om te toetsen bij staatsdeelnemingen hoe zij intellectueel eigendom of andere bedrijfsgeheimen beschermen.

Diverse partijen binnen de overheid, het bedrijfsleven, hulpverleningsdiensten en inlichtingendiensten werken nauw met elkaar samen om de vitale processen te beschermen vanuit hun inhoudelijke verantwoordelijkheid. Het ministerie van Financiën, als aandeelhouder van de deelnemingen, draagt hier graag aan bij binnen haar aandeelhoudersbevoegdheden. Zo kan het zinvol zijn om vragen te stellen over hoe de deelneming omgaat met potentiële risico's voor de nationale (of economische) veiligheid bij een specifiek investeringsvoorstel of, in bredere zin, de dialoog met de desbetreffende deelneming over nationale veiligheid te intensiveren, procesafspraken te maken met de deelneming of voorwaarden te stellen bij de goedkeuring van een investeringsvoorstel.

4.2 Maatschappelijk verantwoord ondernemen

MVO wordt integraal meegenomen bij de invulling van bevoegdheden die de algemene vergadering van aandeelhouders toekomt. Dus ook bij het goedkeuringsrecht van investeringen. De aandeelhouder beoordeelt of de investeringen van de deelnemingen in lijn zijn met de verwachting om ambitieus te zijn en een voorbeeldrol te vervullen. De effecten van de investering ten aanzien van mens, milieu en maatschappij moeten daartoe in beeld zijn. Inzicht in deze effecten is ook nodig met het oog op het borgen van langetermijnwaardcreatie.

Het investeringsvoorstel wordt t.a.v. MVO beoordeeld op basis van:

- de door de deelneming vastgestelde MVO-doelstellingen en bijbehorende SDG's; en
- de MVO-thema's die door de staat van belang worden geacht voor alle deelnemingen.

MVO-doelstellingen en bijbehorende SDG's

De deelnemingen hebben MVO-doelstellingen gedefinieerd op de voor hen materiële MVO-gerelateerde thema's en dit gekoppeld aan SDG's. In het investeringsvoorstel

dient de deelneming inzichtelijk te maken wat de effecten zijn van de investering op hun MVO-doelstellingen en de bijbehorende SDG's.

MVO-thema's voor alle deelnemingen

In de Nota 2022 en het handboek MVO zijn enkele thema's opgenomen die de aandeelhouder dusdanig belangrijk vindt dat deelnemingen hier doelstellingen op formuleren en te koppelen aan SDG's.

De thema's zijn gericht op:

- Transparantie (algemeen)
- Klimaat en milieu
- Goed werkgeverschap (veilig, divers en inclusief)
- Mensenrechten (in de keten)
- Financiële transparantie en anti-corruptie

In het voorbereidingstraject van een investering dienen deelnemingen een 'due diligence' onderzoek uit te voeren, ook in de keten³. In dat kader vraagt de aandeelhouder dat zij in ieder geval voor de bovengenoemde thema's de volgende vragen kunnen beantwoorden:

1. Wat zijn de belangrijkste (potentieel) negatieve gevolgen van de investering op de verschillende thema's (en bijbehorende SDG's) en hoe beoordeelt de deelneming deze gevolgen in termen van ernst en waarschijnlijkheid?
2. Welke mitigerende maatregelen heeft de deelneming getroffen om deze gevolgen te stoppen, voorkomen en/of beperken? Hoe gaat de deelneming de resultaten van de mitigerende maatregelen monitoren?

In het investeringsvoorstel dient de deelneming in te gaan op de belangrijkste risico's uit het due diligence onderzoek, bijvoorbeeld in een risicoparagraaf. Daarnaast dient de deelneming in ieder investeringsvoorstel de CO2(eq) impact van de investering inzichtelijk te maken en hoe deze investering bijdraagt aan de klimaatdoelstellingen van Parijs.

4.3 Financiële toets

Rendement en financieel model

Een investering door de deelneming moet bijdragen aan de financiële continuïteit van de deelneming. Het uitgangspunt is daarom dat een investering een positieve netto contante waarde heeft. Indien een investering een negatieve netto contante waarde heeft, hoeft dat niet in alle gevallen te leiden tot een negatieve beoordeling. Wel dient de deelneming de toegevoegde waarde van de investering en andere belangrijke (niet-)financiële overwegingen nader te specificeren en overtuigend te onderbouwen (zowel kwalitatief als kwantitatief). De gebruikte weighted average cost of capital ('WACC') voor deze netto contante waarde moet de deelneming in staat stellen zijn rendementsindicatoren, zoals afgesproken in het beleid Financiële Positie⁴, te behalen. Daarnaast hoort de WACC de specifieke project risico's te representeren.

De deelneming moet inzichtelijk maken wat de financiële consequenties zijn van een investering, bijvoorbeeld door middel van een financieel model. Een financieel model bestaat vaak uit een netto-contante waarde berekening en een toelichting op de bijbehorende financiële parameters, met daarin ten minste:

³ Conform OESO-richtlijnen.

⁴ Handboek Financiële Positie hoofdstuk 3.3

- Een realistische prognose van (groei in) omzet en kosten en een sensitiviteitsanalyse die inzicht biedt in afwijkende prognoses, waarbij gemaakt kan worden van een *worst-, middle en best case scenario*, of via een P50 en P90⁵ begroting.
- De opbouw van de WACC. De discontovoet is bij voorkeur uitgesplitst zodat alle variabelen in de WACC-berekening inzichtelijk zijn: De verhouding schuld/eigen vermogen, *cost of equity*, *cost of debt*. De *cost of equity* is daarbij in principe gebaseerd op de afgesproken rendementsindicator. Eventuele risico-opslagen voor land-, sector- of project-specifieke risico's dienen daarbij ook duidelijk toegelicht te worden.
- Impact van de investering op de andere vastgestelde financiële indicatoren zoals beschreven in het handboek Financiële Positie (balanspositie, onderliggende operationele prestaties en rendement).
- De restwaarde van toekomstige kasstromen na de looptijd van de businesscase is gebaseerd op realistische (groei)aannames.

Indien nodig kunnen de dossierhouders de prognoses van de deelneming laten toetsen door een onafhankelijk adviseur.

Dividendinkomsten en kapitaalstructuur

Naast het financiële effect van de investering op de onderneming wordt ook het effect op de dividendontvangsten voor de staat inzichtelijk gemaakt en beoordeeld. Een grote investering kan er bijvoorbeeld toe leiden dat er op de korte termijn minder ruimte is om dividend uit te keren, maar dat op de langere termijn de winstgevendheid en dividendontvangsten toenemen. Ook andere financiële parameters die relevant zijn voor de financiële positie van een deelneming worden in overweging genomen. Daarbij kan worden gedacht aan de eventuele noodzaak om meer ruimte te geven aan de deelneming om extra schuld of eigen vermogen aan te trekken (of als aandeelhouder zelf meer eigen vermogen beschikbaar te stellen aan de onderneming) en te bezien wat de specifieke gevolgen daarvan zijn voor de lange termijn kapitaalstructuur van de onderneming. Zo kan het wel of niet beschikbaar stellen van aanvullend eigen vermogen vanuit de staat potentieel gevolgen hebben voor de eigendomsverhoudingen van bestaande aandeelhouders, waaronder de staat zelf.

Financiële toets bij een investering in brede activiteiten

Bij een brede activiteit moet worden beoordeeld of er voldoende rekening gehouden wordt met de specifieke feiten en omstandigheden in het desbetreffende land of sector (o.a. door additionele risico-opslagen bovenop de discontovoet, aanpassingen aan de kasstromen en eventuele valutarisico's).

Financiële toets bij een investering in de energietransitie

Investerings in de energietransitie worden in sommige gevallen gekenmerkt door lange terugverdientijden en relatief hoge risico's. Afgezet tegen de risico's is het rendement van dit soort investeringen in die gevallen relatief laag. Bij de beoordeling is het daarom belangrijk om de risico-rendementsafweging in een breed perspectief te bezien. Ook eventuele maatschappelijke gevolgen van het niet

⁵ Bij het opstellen van een kostenraming kan rekening gehouden worden met onzekerheden en risico's, weergegeven in de overschrijdingskans van een raming. Dat wil zeggen: de kans dat bij de realisatie de kosten meer zijn dan begroot. Hoe hoger de P-waarde, hoe kleiner het risico dat er sprake zal zijn van een budgetoverschrijding. Een P50 raming kent een kans van 50% dat er meer kosten zullen zijn en 50% dat er minder kosten zullen zijn. Een P90 raming zal het geraamde bedrag hoger liggen waardoor de overschrijdingskans van de raming lager is (in 10% van de gevallen). Hiermee ontstaat dus meer zekerheid maar is een hoger budget nodig.

doorgaan van een investering dienen hierbij te worden meegewogen. Voor verdere onderbouwing van nut en noodzaak zie hoofdstuk 2.2. De aandeelhouder is in dit soort gevallen, mits nut en noodzaak voor de energietransitie voldoende onderbouwd, bereid een minder gunstig risico-rendementsprofiel te accepteren. Hierbij dient de afweging gemaakt te worden wat het effect is van het minder gunstige risico-rendementsprofiel op de deelneming als geheel door het investeringsvoorstel te bezien binnen de totale investeringsportefeuille van de deelneming. Dit houdt in dat het minder gunstige risico-rendementsprofiel gecompenseerd kan worden door andere investeringen of door uitbreidingsinvesteringen van het project in de toekomst.

Financiële toets bij een investering in het gereguleerde domein

Bij een gereguleerde investering wordt het rendement door een toezichthouder vastgesteld. De dossierhouders hoeven dan geen prioriteit te leggen bij een netto contante waarde berekening, omdat het rendement in principe vooraf vaststaat. Meer relevant is dan op welke wijze de onderneming waarborgt, dat het project op een efficiënte wijze wordt uitgevoerd en de operationele risico's beheerst. Dit kan immers van invloed zijn op de mate waarin de toezichthouder kostenvergoedingen inclusief een rendementsopslag toekent.

Er ligt bij deze investeringen meer nadruk op zaken als de beoordeling van het reguleringsrisico, stakeholdermanagement, in uitzonderlijke gevallen ontwerpkeuzes, en de termijn waarop de infrastructuur volledig wordt benut ("vollooprisico's").

4.4 Risicoanalyse

4.4.1 *Het beoordelen van risico's*

De deelneming dient in het investeringsvoorstel uitgebreid stil te staan bij de belangrijkste risico's en de beheersmaatregelen die de organisatie treft om deze risico's te mitigeren. Om deze reden dient de deelneming de aard, omvang en impact van de risico's in kaart te brengen en daar adequate beheersmaatregelen voor te treffen. De risico's van de investering en de gevoeligheid daarvan dienen daarbij ook voldoende te zijn gekwantificeerd. In onderstaande tabel wordt een opsomming geven van de meest voorkomende risico's.

Voorbeelden		
Risico	Omschrijving	Aandachtspunten en indicatoren
Financiële risico's	Het risico dat de investering te maken krijgt met (forse) kosten- of budgetoverschrijdingen. Dit kan ertoe leiden dat de financiële positie op korte (liquiditeit) en lange termijn (solvabiliteit) in gevaar komt. In het licht van de kapitaalpositie, kan het bovendien van belang zijn om de investering te zien als onderdeel van een veel bredere investeringsportefeuille	<ul style="list-style-type: none"> • Gehanteerde budgetmethodiek (bijvoorbeeld P50 vs. P90) • De opbouw van het budget • De hoogte van de risicovoorzieningen • Tijdige en gegarandeerde ingebruikname / kans op stranded assets • Effect op financiële ratio's • Schulddpositie • Credit rating
Operationele risico's	Operationeel risico voor de deelneming betreft het risico dat ontstaat als gevolg van het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische	<ul style="list-style-type: none"> • Realistische planning • Voldoende ervaring bij projectorganisatie

	tekortkomingen, en onverwachte externe gebeurtenissen bij de uitvoering van een project van de deelneming.	<ul style="list-style-type: none"> • Structuur van projectorganisatie, wijze van aansturing en toezicht • Beschikbaarheid personeel • Beschikbaarheid grondstoffen, materialen, goederen, etc. • Geschikt ontwerp
MVO-risico's	De deelneming dient zich in te spannen dat bij deze investering geen nadelige effecten op het gebied van mensenrechten, een veilige werkomgeving, klimaat en milieu en/of financiële transparantie voordoen.	<ul style="list-style-type: none"> • Algehele MVO-beleid van de deelneming • Implementatie van het MVO-beleid (bij projecten) • Stakeholderanalyse • OESO-richtlijnen toepassen voor due diligence onderzoek
Staatssteun-risico	Het risico dat sprake is van ongeoorloofde staatssteun.	<ul style="list-style-type: none"> • Juridische analyse (door Directie Juridische Zaken of extern juridisch expert/advocaat) • Market Economy Investor Principle (MEIP) toets

Aanvullende risico's bij brede activiteiten

Risico	Omschrijving	Aandachtspunten en indicatoren
Politiek risico bij buitenlandse activiteiten	Het risico dat de overheid in het desbetreffende land besluit tot (nadelige) wijzigingen in de wet- en regelgeving of op andere wijze intervenueert. Ook het algehele investeringsklimaat in het desbetreffende land valt hieronder.	<ul style="list-style-type: none"> • Stabiliteit van overheid en beleid • Politieke steun • Politieke interventies (bijvoorbeeld privatisering) • Flexibel en vrij investeringsklimaat
Valuta risico	Het risico dat de investering gevoelig is aan valutaschommelingen	<ul style="list-style-type: none"> • Impact van valuta schommelingen op de business case

Aanvullende risico's bij investeringen in de energietransitie

Risico	Omschrijving	Aandachtspunten en indicatoren
Uitvoerbaarheids-risico	Het risico dat de deelneming onvoldoende geëquipeerd is voor het ontwikkelen en uitvoeren van het project. Dit ziet toe op kennis, ervaring en (financiële) resources.	<ul style="list-style-type: none"> • Track record van de deelneming met vergelijkbare projecten • Geen juridische belemmeringen
Risicoverdeling tussen partijen	Er is een risicoverdeling gemaakt tussen de betrokken partijen binnen het project. Risico's worden bij de partij belegd die deze het beste kan beheersen. Eventuele rest risico's die door geen van de partijen (volledig) kan worden gedragen vormen een risico op de continuïteit van het project.	<ul style="list-style-type: none"> • Restrisico's moeten helder zijn bij aanvang van het project en vastgesteld hoe deze gedragen zullen worden
Volloopriscico	Dit betreft het risico dat de capaciteit van de nog aan te leggen infrastructuur niet tijdig en/of volledig wordt benut (dit kan leiden tot zogeheten <i>stranded assets</i>). Bij investeringen in de energietransitie is	<ul style="list-style-type: none"> • Er dient aandacht te zijn voor het op tijd contracteren van klanten. • Vanuit reguleringsperspectief is daadwerkelijke benutting van infrastructuur soms niet relevant. De partij die de

	de kans hierop hoger vanwege het nieuwe karakter van dergelijke investeringen.	infrastructuur aanlegt is daardoor verzekerd van het terugverdienen van de gemaakte kosten inclusief gereguleerd rendement.
--	--	---

Aanvullende risico's bij investeringen in het gereguleerde domein

Risico	Omschrijving	Aandachtspunten en indicatoren
Reguleringsrisico	De kans op negatieve effecten door toekomstige regionale, nationale of Europese wetgeving op de investering alsmede besluitvorming van toezichthouders.	<ul style="list-style-type: none"> Analyse van het reguleringskader Zienswijzen van de toezichthouder

Capital at risk

Wanneer een deelneming meerdere investeringen in brede activiteiten heeft, kan er een *capital at risk* -model worden geïntroduceerd. Hierin worden afspraken gemaakt over de maximale som van kapitaalbijdragen door de deelneming plus garanties die de deelneming afgeeft ten behoeve van investeringen in brede activiteiten. Dit *capital at risk*-model kan ook voorwaarden bevatten waarin wordt afgesproken dat beschikbare middelen (zoals tijd, geld, personeel) niet ten koste van de kernactiviteiten (in Nederland) worden ingezet voor brede activiteiten. De publieke dienstverlening in Nederland moet altijd ongestoord kunnen worden voortgezet, zonder additionele (financiële) steun vanuit de overheid.

Een dergelijk *capital at risk*-model is reeds afgesproken met NS en de Tweede Kamer is ook over deze afspraken geïnformeerd.⁶

⁶ Kamerstukken II, 2016–2017, 28 165, nr. 261

Bijlage A: Goedkeuringsdrempels per deelneming (1-1-2023)

Onderstaand overzicht geeft de goedkeuringsdrempels voor de algemene vergadering van aandeelhouders per deelneming⁷ voor (buitenlandse) investeringen en (buitenlandse) overnames en participaties. Voor enkele deelnemingen gelden goedkeuringsdrempels voor overige activiteiten. Deze drempels zijn opgenomen in de statuten van de deelnemingen en zijn niet opgenomen in onderstaand overzicht.

Goedkeuringsdrempel per deelneming		
Deelneming	(Des)investering	Overname/participatie
Air France-KLM	Op grond van het interne bestuursreglement Air France-KLM heeft het bestuur een goedkeuringsrecht ten aanzien van een besluit van de CEO tot een investering, overname of verkoop ten bedrage van €150 miljoen of meer. De France Autoriteit Financiële Markten (AMF) en de AFEP-MEDEF-code bevelen aan dat de algemene vergadering een raadgevende stem toekomt in geval van een verkoop van activa met een waarde van ten minste de helft van de totale balansactiva van de twee voorafgaande financiële jaren.	
BNG Bank	Binnen- en buitenland: € 25 mln., dat geen betrekking heeft op het kredietbedrijf van de vennootschap.	Binnen- en buitenland: € 25 mln., dat geen betrekking heeft op het kredietbedrijf van de vennootschap.
COVRA	Binnenland: € 5 mln. Buitenland: € 1 mln.	Binnen- en buitenland: € 1 mln.
FMO	Buitenland: € 360 mln. <i>Gezien het karakter van FMO investeert zij alleen in het buitenland.</i>	Buitenland: € 360 mln. <i>Gezien het karakter van FMO investeert zij alleen in het buitenland.</i>
Gasunie	Binnenland: € 100 mln. Duitsland wettelijk verplicht en gereguleerd: € 100 mln. Duitsland overige: € 50 mln. Overig buitenland: € 50 mln.	Binnenland: € 50 mln. Duitsland: € 25 mln. Overig buitenland: € 25 mln.
HbR	Binnenland: € 50 mln. Buitenland: € 0	Binnenland: een derde van de financiële vaste activa die betrekking hebben op de deelnemingen van de vennootschap. Buitenland: € 0
Holland Casino	Binnenland: € 10 mln. Buitenland: € 5 mln.	Binnenland: € 5 mln. Buitenland: € 2,5 mln.
Invest International	Binnen- en buitenland: € 100 mln.	Binnen- en buitenland: € 100 mln.
Invest-NL	Binnen- en buitenland: t/m 31-12-2022: € 150 mln. vanaf 01-01-2023: € 200 mln.	Binnen- en buitenland: t/m 31-12-2022: € 150 mln. vanaf 01-01-2023: € 200 mln.

⁷ Er zijn geen goedkeuringsdrempels voor de algemene vergadering van aandeelhouders bij de deelnemingen NIO N.V. en SHR N.V. Deze zijn daarom niet opgenomen in het overzicht.

KLM	Binnen- en buitenland: een derde van het bedrag van de activa volgens de balans.	Binnen- en buitenland: een derde van het bedrag van de activa volgens de balans.
Nederlandse Loterij	Binnenland: € 5 mln. Buitenland: € 2,5 mln.	Binnenland: € 1 mln. Buitenland: € 0,5 mln.
NS	Binnenland: € 200 mln. Buitenland: € 100 mln. <i>Verkrijgen/verlengen concessie</i> Binnenland: € 100 mln. Buitenland: € 50 mln.	Binnenland: € 100 mln. Buitenland: € 50 mln.
NWB Bank	Binnen- en buitenland: een derde van het eigen vermogen.	Binnen- en buitenland: een derde van het eigen vermogen.
Schiphol	Binnenland: € 200 mln. Buitenland € 100 mln.	Binnenland: € 100 mln. Buitenland: € 50 mln.
Tennet	Binnenland: € 200 mln. Duitsland wettelijk verplicht en gereguleerd: € 200 mln. Duitsland overige: € 100 mln. Overig buitenland: € 100 mln.	Binnenland: € 100 mln. Duitsland: € 50 mln. Overig buitenland: € 50 mln.
Thales	Er zijn geen goedkeuringsdrempels voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Wel is goedkeuring door de RvC vereist bij (des)investeringen en het aangaan of afstoten van deelnemingen ter waarde van meer dan een kwart van het eigen vermogen.	
UCN	Binnen- en buitenland: € 5 mln.	Binnen- en buitenland: € 5 mln.

Bijlage B: Aandachtspuntenlijst investering

Bijdrage publiek belang

- Toetsen van de bijdrage aan het publiek belang aan de hand van tabel 4.2.
- Instemming van het beleidsdepartement op de toets van het publieke belang van de investering.
- Toetsen of de investering in lijn is met de strategie van de deelneming.
- In kaart brengen van risico's voor de nationale en economische veiligheid.

MVO

- Vaststellen of het investeringsvoorstel bijdraagt aan de realisatie van de MVO-doelstellingen van de deelneming.
- Beoordelen van de risicoanalyse en mitigerende maatregelen van het investeringsvoorstel t.a.v. de MVO-thema's voor staatdeelnemingen.

Financiële toets

- Vaststellen dat de investering een positieve netto contante waarde heeft.
- Toetsen of de deelneming een passende WACC hanteert zodat de rendementsindicatoren gehaald kunnen worden en zodat het risicoprofiel voor de specifieke investering juist wordt gerepresenteerd.
- Bij investeringen in de energietransitie is het raadzaam om de risico-rendementsafweging in een breder perspectief te bezien. In sommige gevallen kan de staat als aandeelhouder akkoord gaan met een relatief lager rendement en/of een relatief hoger risicoprofiel accepteren.
- Toetsen hoe de investering scoort op andere voor de deelneming vastgestelde financiële indicatoren.
- Oordelen of er realistische *best-*, *middle-* and *worstcasescenario's* zijn uitgewerkt en wat de impact op de onderneming zal zijn bij een worstcasescenario en of dit acceptabel is.
- Beoordelen wat het effect is op de dividendontvangsten en wat de gevolgen daarvan zijn voor de dividendraming. Eventuele gevolgen voor de dividendraming worden besproken met de Directie Financieel-Economische Zaken.

Risicoanalyse

- Toets op de volledigheid van de risicoanalyse van de deelneming en de aard van de geïdentificeerde risico's.
- Beoordelen of de deelneming in de toelichting op de voorgestelde beheersmaatregelen overtuigt dat de gekozen werkwijze en aanpak adequaat zijn om de risico's te mitigeren.
- Bij brede activiteiten: beoordelen of de overheid in het desbetreffende land besluit tot (nadelige) wijzigingen in de wet- en regelgeving of op andere wijze intervineert.
- Bij investeringen in de energietransitie: beoordelen of het uitvoerbaarheidsrisico de risicoverdeling tussen partijen zijn uiteengezet. Ook dient er aandacht te zijn voor een eventueel volloopriskico bij de aan te leggen infrastructuur.
- Bij investeringen in het gereguleerde domein: Voor zover mogelijk, opvragen wat het effect is op de tarieven van eindgebruikers in het basis scenario en een *worstcasescenario* laten doorrekenen.