



Handboek financiële positie

Versie 1

Datum	juli 2023
Status	Definief

Inhoudsopgave

1 Inleiding—4

- 1.1 Historie beleid voor financiële positie—4
- 1.2 Hoofddoelen en uitgangspunten bij het beleid voor de financiële positie—4
- 1.3 Uitwerking van de Nota 2022 voor financiële positie—5
- 1.4 Doel van dit handboek en leeswijzer—8
- 1.5 Interne rolverdeling—8
- 1.6 Uitgezonderde deelnemingen—8

2 Uitwerking en toelichting van het beleid—10

- 2.1 Integrale benadering—10
- 2.2 De verhouding tussen de doelen en de instrumenten—10
- 2.3 Instrumenten —11
- 2.4 Peergroup—13
- 2.5 Jaarcyclus—13
- 2.6 Verslechterde financiële weerbaarheid—14
- 2.7 Samenhang met andere kennisgebieden—16

3 Financiële afspraken—18

- 3.1 Vaststelling—18
- 3.2 Herijking—18
- 3.3 Vaststellen financiële indicatoren—19
- 3.4 Vaststellen van de peergroup—21
- 3.5 Vaststellen doelstellingen—22
- 3.6 Vaststellen credit rating—24
- 3.7 Vaststellen dividendbeleid—26
- 3.8 Integrale vastlegging afspraken—27

4 Informatiepositie en monitoring—28

- 4.1 Periodieke rapportages en jaarrekening—28
- 4.2 Prognoses—28
- 4.3 Monitoring—28

Appendix 1: Overzicht financiële indicatoren—31

Appendix 2: Algemene methodiek CAPM—32

1 Inleiding

1.1 Historie beleid voor financiële positie

In de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2007 werd voor het eerst gesproken over een rendementseis om de waarde van de deelnemingen in stand te houden. Hierbij is een vuistregel gehanteerd dat de meeste deelnemingen een bescheiden rendement op investeringen moeten realiseren van ongeveer drie procent boven het rendement op staatsobligaties. In de Nota Deelnemingenbeleid 2013 is dit beleid verder aangescherpt, waarbij is overgestapt op het vaststellen van een normrendement passend bij het risicoprofiel van die specifieke deelneming. Na 2013 is een apart normrendement dan ook voor de meeste deelnemingen vastgesteld. Het beleid hiervoor is in het eerdere handboek normrendement verder uitgewerkt.

Ook het dividendbeleid is voor het eerst besproken in de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2007. Hierin staat de vuistregel beschreven dat de payout-ratio van staatsdeelnemingen ten minste gelijk zou moeten zijn aan 40%. In de Nota Deelnemingenbeleid 2013 is de portefeuille brede norm van 40% herhaald, maar ook aangegeven dat vanaf 2014 wordt gewerkt met een specifieke norm per deelneming. Sindsdien is met de meeste deelnemingen een bepaald uitkeringspercentage afgesproken. Het beleid is destijds verder uitgewerkt in het handboek dividendbeleid.

Naar aanleiding van het publiceren van de Nota Deelnemingenbeleid 2022 (hierna: Nota 2022), is dit handboek financiële positie opgesteld waarin het beleid van de financiële positie wordt geconcretiseerd en verduidelijkt. De eerdere handboeken normrendement en dividendbeleid worden vervangen door dit handboek financiële positie.

1.2 Hoofddoelen en uitgangspunten bij het beleid voor de financiële positie

In de Nota 2022 worden de twee hoofddoelen van het beleid voor de financiële positie genoemd:

- Het waarborgen van de continuïteit van de deelneming.
- Het op lange termijn behouden van de financiële waarde die de deelneming vertegenwoordigt.

Om deze doelen te bereiken is een efficiënte (financiële) bedrijfsvoering, voldoende rendement en een gezonde balans van de deelnemingen cruciaal. Bij het nastreven van de twee hoofddoelen dient de uitvoering van het beleid voor de financiële positie aan deze voorwaarden te voldoen. De voorwaarden zijn:

- De strategie dient het publiek belang en de financiële positie moet het mogelijk maken de strategie uit te voeren, onder de voorwaarde dat de deelneming financieel gezond blijft.
- Een deelneming moet wat betreft financiële prestaties niet achterblijven bij vergelijkbare sectorgenoten, tenzij daar goede redenen voor zijn.

- Winstmaximalisatie is geen doel op zich. Winst die niet wordt uitgekeerd als dividend draagt evenwel bij aan de opbouw van reserves, en een deelneming moet over voldoende financiële middelen beschikken om:
 - haar noodzakelijke toekomstige investeringen te kunnen blijven doen;
 - tegenvallers en onvoorziene omstandigheden te kunnen opvangen;
 - zich zelfstandig te kunnen financieren met vreemd vermogen.

De bovenstaande hoofddoelen en voorwaarden vormen de basis voor het beleid voor de financiële positie in de praktijk en worden in de volgende paragraaf verder uitgewerkt.

1.3 Uitwerking van de Nota 2022 voor financiële positie

De staat ziet toe op de hiervoor omschreven doelen en uitgangspunten door het maken van financiële afspraken met de deelnemingen over de volgende onderwerpen:

- Doelstellingen voor financiële indicatoren
- Een minimum credit rating (indien van toepassing)
- Een dividendbeleid

Daarnaast is een goede informatiepositie van belang zodat de staat als aandeelhouder inzicht heeft in de financiële prestaties van de deelneming. Daarom verwacht de staat van deelnemingen in ieder geval het volgende te ontvangen:

- Periodieke rapportages
- Jaarlijkse financiële prognoses
- Een jaarrekening inclusief een dividendvoorstel

Uiteraard is het van belang deze informatie niet alleen te ontvangen, maar wil de staat de prestaties ook monitoren, analyseren en bespreken. De financiële prestaties komen onder meer op de volgende momenten aan bod:

- Algemene vergadering van aandeelhouders
- Periodieke (kwartaal)gesprekken
- Jaarlijks gesprek over financiële prognoses
- Voorgelegde strategiewijzigingen of investeringen

Tot slot is voortaan ook een grotere rol weggelegd voor een referentiegroep ('peergroup') van vergelijkbare ondernemingen. Deze peergroup dient als input voor het bepalen van de financiële afspraken en voor het beoordelen van de financiële prestaties (het plaatst de door de deelneming behaalde prestaties beter in de context van de sector waarin zij actief is).

Op de volgende pagina wordt het nieuwe beleid in de praktijk schematisch weergegeven (schema 1).

Schema 1: beleid financiële positie in praktijk



1.4 Doel van dit handboek en leeswijzer

De inzet is om vanaf 2023 voor de deelnemingen (m.u.v. de deelnemingen zoals opgenomen in 1.6) de nieuwe financiële afspraken te hebben vastgelegd. Daarna zullen in de toekomst de afspraken periodiek worden herijkt. Dit handboek schetst kaders met betrekking tot de volgende onderwerpen:

1. De uitwerking van het beleid (hoofdstuk 2).
2. Het proces voor de vaststelling en herijking van de financiële afspraken met de deelneming (hoofdstuk 3). Het proces voor het vaststellen van een peergroup komt daarin ook aan bod.
3. Het invullen van een goede informatiepositie en monitoring in de praktijk (hoofdstuk 4).

Tot slot is in Appendix 1 een brede set met financiële indicatoren opgenomen, die als basis kan dienen voor het gesprek met de deelneming over de keuze van specifieke indicatoren. In Appendix 2 worden richtlijnen gegeven voor het 'capital asset pricing model' (CAPM), een veel gebruikte methode voor het bepalen van een verwacht rendement.

1.5 Interne rolverdeling

De deelnemingenteams van de directie Financieringen zijn verantwoordelijk voor het maken van financiële afspraken met de deelneming, zowel met betrekking tot de financiële doelstellingen als het dividendbeleid en credit rating. Het kennisteam financiële positie van de directie Financieringen is verantwoordelijk voor een actieve begeleiding van de deelnemingenteams bij het vaststellen van de financiële afspraken. In het bijzonder waakt het kennisteam financiële positie ervoor dat de gemaakte keuzes inhoudelijk goed onderbouwd en gebalanceerd zijn.

De deelnemingenteams zijn verantwoordelijk voor het ontvangen en beoordelen van de inhoud van periodieke rapportages en prognoses. Daarnaast zijn de dossierhouders ook verantwoordelijk voor het laten plaatsvinden van de periodieke bespreking met de raad van bestuur (rvb) en raad van commissarissen (rvc) van de deelneming over de realisatie van de financiële afspraken. Het kennisteam financiële positie heeft in beginsel geen actieve rol bij deze beoordeling en bespreking, maar is uiteraard beschikbaar om mee te denken. Dit geldt vooral indien de financiële weerbaarheid onder druk staat (zie paragraaf 2.6).

1.6 Uitgezonderde deelnemingen

Dit handboek is in beginsel van toepassing op alle deelnemingen. Dit geldt voor zowel de financiële afspraken als de informatiepositie. Voor wat betreft de financiële afspraken zijn er wel een aantal uitzonderingen:

- Air France – KLM
- KLM
- NIO
- NLFI
- SRH
- Thales

Om verschillende redenen zijn bovenstaande deelnemingen uitgezonderd, bijvoorbeeld doordat er geen tot nauwelijks activiteiten plaatsvinden in de deelneming of omdat de staat slechts een klein minderheidsbelang heeft in de onderneming en daardoor beperkte invloed kan uitoefenen op het beleid omtrent de financiële positie. Voor al deze deelnemingen geldt echter onverkort dat een goede informatiepositie verkregen moet worden, bijvoorbeeld aan de hand van de periodieke rapportages, jaarrekening en periodieke gesprekken met de deelneming.

2 Uitwerking en toelichting van het beleid

2.1 **Integrale benadering**

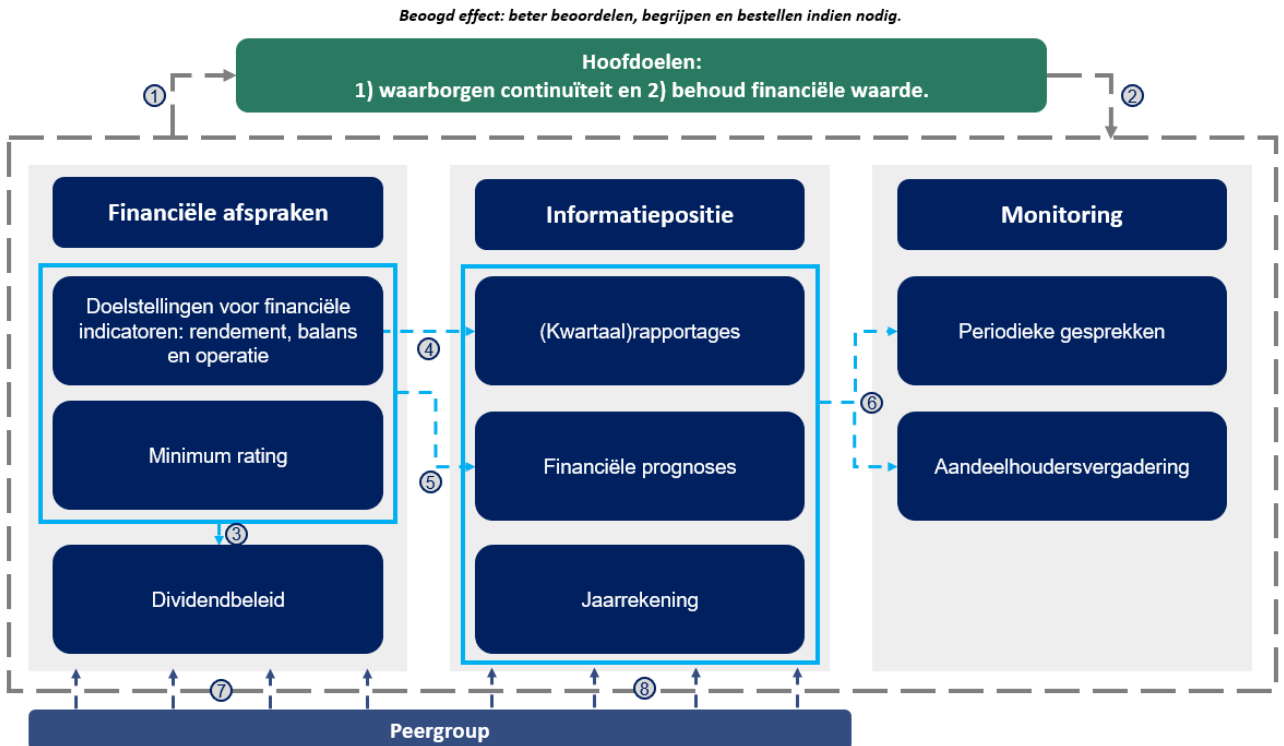
In het verleden werden normrendement, dividendbeleid en credit rating voornamelijk los van elkaar vastgesteld en/of besproken. In de praktijk kunnen deze onderwerpen echter niet los van elkaar worden gezien, aangezien rendement, dividend en de kredietwaardigheid communicerende vaten zijn. Zo is het behalen van voldoende rendement in de regel een noodzakelijke voorwaarde voor het uitkeren van dividend, zal een hoog rendement een gunstig effect hebben op de credit rating en kan een bepaalde minimum credit rating tot gevolg hebben dat er een bovengrens zit aan het uitkeringspercentage van de winst als dividend. Bovendien dient de integrale benadering van de instrumenten één centraal doel: het beoordelen en begrijpen van de financiële positie van de deelneming zodat tijdig geanticipeerd of bijgestuurd kan worden als de financiële positie verslechtert. De staat voert hierover een continue dialoog met de deelneming.

Tot slot hangt het beleid rondom de financiële positie van de deelnemingen samen met diverse andere kennisgebieden. Zo is de strategie van de onderneming sterk verweven met de financiële positie die bij de uitvoering van de strategie wordt nagestreefd. Daarnaast wordt er een minimale rendementseis toegepast bij de beoordeling van investeringen.

2.2 **De verhouding tussen de doelen en de instrumenten**

In onderstaand schema wordt het integrale karakter van beleid voor de financiële positie geïllustreerd. Ook wordt weergegeven welke rol de verschillende instrumenten daarbij hebben en hoe ze zich tot elkaar verhouden.

Schema 2: integraal overzicht en samenhang instrumenten financiële positie



1. De instrumenten zorgen ervoor dat de aandeelhouder begrip van de financiële positie kan hebben. De financiële afspraken met de deelneming, de verkregen informatie en de contactmomenten faciliteren een goede beoordeling en monitoring van de financiële positie van de deelneming.
2. Mogelijk blijven de prestaties achter bij de verwachting of is er sprake van sterk veranderende marktomstandigheden. In dat geval gaan de deelneming en de aandeelhouder nader met elkaar in gesprek. Dit kan ook leiden tot aanpassing van de afspraken.
3. De doelstellingen en de rating geven de kaders voor het dividendbeleid. Het moet mogelijk blijven dat de deelneming de doelstellingen en minimum rating kan realiseren.
4. De doelstellingen vormen een belangrijk onderdeel van de rapportages. De behaalde waarden op de afgesproken indicatoren worden in de rapportages afgezet tegen de doelstellingen.
5. De afgesproken indicatoren en rating zijn onderdeel van de prognoses van de deelneming. In de prognoses deelt de deelneming hoe het de komende jaren verwacht te presteren op deze onderdelen.
6. De rapporten en verslagen zijn inbreng bij de periodieke gesprekken en aandeelhoudersvergadering, waar o.a. de financiële positie van de deelneming wordt besproken en gemonitord.
7. Informatie over de prestaties van de peergroup is belangrijke input voor het vaststellen van de financiële afspraken.
8. De peergroup is een hulpmiddel om de financiële informatie van de deelneming te begrijpen en te beoordelen.

In de volgende paragrafen wordt per instrument toegelicht op welke wijze dit bijdraagt aan een goed begrip van de financiële positie.

2.3 Instrumenten

Financiële afspraken

Met de deelneming worden afspraken gemaakt over doelstellingen voor financiële indicatoren, een minimum-rating en een dividendbeleid. Goed onderbouwde afspraken stellen de aandeelhouder in staat de ontvangen financiële informatie te beoordelen (en in het verlengde daarvan, of de onderneming financieel goed presteert). De afspraken worden geformaliseerd en vastgelegd voor een periode van meerdere jaren. Vanwege de onderlinge afhankelijkheden van de instrumenten

wordt voortaan ingezet op een integrale en meerjarige vaststelling en/of herijking van de financiële afspraken. Op dit moment hebben de afspraken per deelneming en per instrument vaak verschillende looptijden. Hieronder wordt toegelicht over welke onderwerpen afspraken worden gemaakt:

1. Doelstellingen voor financiële indicatoren. Deze doelstellingen vervangen het normrendement, dat tot en met 2022 als enige financiële maatstaf werd toegepast. De staat wil een bredere set aan financiële indicatoren en daaraan gekoppelde doelstellingen hanteren die aansluiten bij de aard van de deelneming en de sector waarin de deelneming actief is. De indicatoren dienen inzicht te geven in rendement, onderliggende operationele prestaties en de balanspositie. De aan de indicatoren gekoppelde doelstellingen zijn ambitieuze streefwaarden van de deelneming, en kunnen ook dynamisch zijn gedurende de meerjarige periode.
2. Een credit rating. De credit rating is een belangrijk instrument voor de beoordeling van de kredietwaardigheid van deelnemingen. Onafhankelijke kredietbeoordelaars beoordelen de kredietwaardigheid van een onderneming en geven daar een rating aan. Een credit rating is niet alleen maar een beoordeling van de kapitaalpositie, maar reflecteert onder andere ook het verwachte verdienvermogen, de winstgevendheid en het risicoprofiel van de activiteiten van een onderneming. De rating weerspiegelt zodoende dus het risico dat wordt gelopen op de onderneming of de schuld uitgegeven door de onderneming. De bekendste kredietbeoordelaars Standard & Poor's (S&P) en Moody's geven hun oordeel weer in credit rating reports. De staat hanteert de vuistregel dat niet-financiële deelnemingen minimaal een *A minus rating* dienen te hebben en financiële deelnemingen een *AAA-rating* (dit geldt niet voor de bij voorbaat tijdelijke deelnemingen).
3. Een dividendbeleid. Als de financiële buffers van een deelneming voldoende zijn, dan wordt een deel van de winst uitgekeerd aan de staat als aandeelhouder. Inkomsten van de staat uit dividend komen ten goede aan de rijksbegroting. De deelneming stelt een dividendbeleid op dat met de aandeelhouder wordt besproken en uiteindelijk door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) wordt vastgesteld. In het dividendbeleid zet de deelneming uiteen welk deel van de winst in beginsel jaarlijks als dividend wordt uitgekeerd en welke overwegingen daarbij relevant zijn.

Informatiepositie

Een goede informatiepositie is noodzakelijk om te doorgronden hoe de kerncijfers van een deelneming zich ontwikkelen, en daarmee hoe de deelneming zich ontwikkelt. Een goede informatiepositie voor de staat vereist het ontvangen van periodieke (kwartaal)rapportages, financiële meerjarige prognoses en een jaarrekening. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

1. Periodieke rapportages. De staat vindt het belangrijk om de financiële prestaties van deelnemingen nauwgezet te volgen, omdat een gedegen informatiepositie noodzakelijk is voor het goed uitvoeren van de rol als aandeelhouder. Daarom worden periodiek financiële rapportages verwacht van de deelnemingen, bij voorkeur ieder kwartaal.
2. Prognoses. Naast rapportages ontvangt de staat graag ook jaarlijks een meerjarenprognose van de deelnemingen. Aan de hand van prognoses kan de staat een oordeel vormen over de financiële bestendigheid van de operatie en

toekomstige plannen. Achteraf kunnen prognoses ook met periodieke rapportages worden vergeleken om vast te stellen in hoeverre de prognoses zijn gerealiseerd.

3. De jaarrekening. Deelnemingen zijn wettelijk verplicht een jaarrekening op te stellen. Vanwege de gedetailleerde eisen die hieraan worden gesteld, biedt de jaarrekening veel inzicht in onderwerpen die in andere financiële rapportages wellicht minder aan bod komt.

Monitoring

In periodieke gesprekken kan een dieper begrip worden verkregen van de ontvangen informatie en de financiële prestaties. De staat wil een continue dialoog met de deelnemingen over de financiële prestaties ten opzichte van de financiële afspraken. De aandeelhoudersvergadering, de periodieke gesprekken en informele overleggen met de deelneming zijn geschikte momenten om de financiële prestaties te bespreken.

2.4 Peergroup

De hiervoor besproken instrumenten worden ondersteund door een peergroup, ofwel een groep vergelijkbare ondernemingen die per deelneming wordt vastgesteld. Zowel de afspraken als de daadwerkelijke prestaties van de deelneming kunnen worden afgezet tegen die van vergelijkbare ondernemingen. Hierdoor kan beter worden vastgesteld of een deelneming marktconform presteert dan wanneer prestaties en afspraken standalone zouden worden beoordeeld. In het verleden werd al gebruik gemaakt van een peergroup bij het vaststellen van het normrendement, maar de peergroup zal nu een bredere en centralere rol gaan innemen bij het beleid voor de financiële positie van deelnemingen. Vanwege deze bredere rol hoeft de peergroup, anders dan in het verleden bij het normrendement, ook niet meer alleen uit beursgenoteerde ondernemingen te bestaan.

De peergroup heeft de volgende functies:

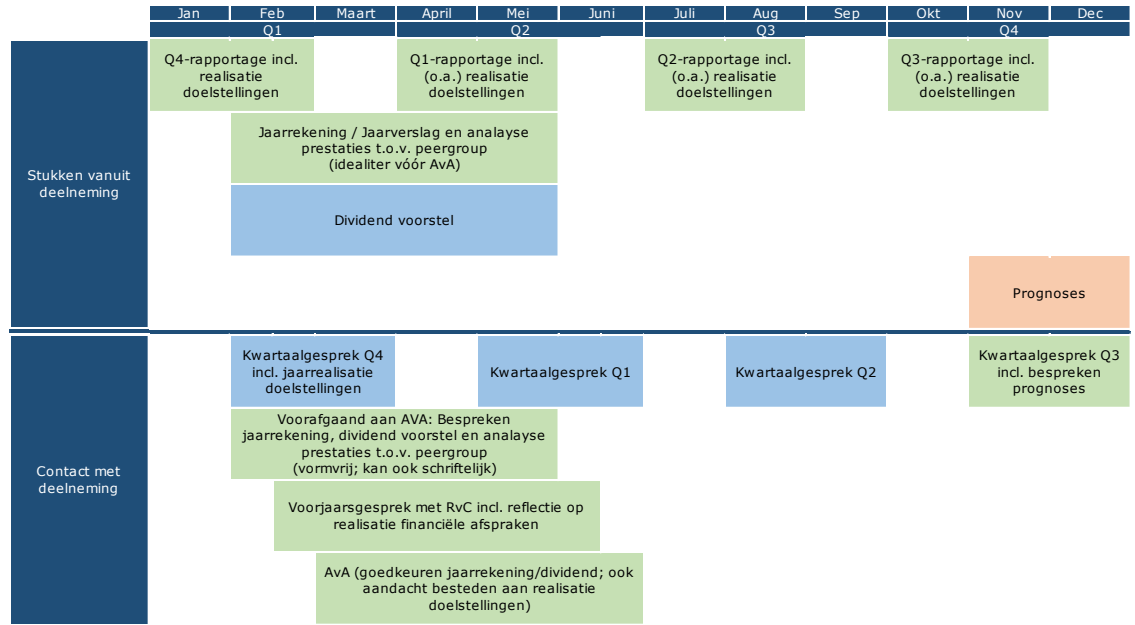
- *Hulpmiddel voor het vaststellen van doelstellingen voor financiële indicatoren:* De historische resultaten van de peergroup kunnen een goed aanknopingspunt zijn om realistische en marktconforme doelstellingen vast te stellen.
- *Hulpmiddel voor het vaststellen van een minimum credit rating:* Als ondernemingen binnen de peergroup een fundamenteel andere rating hebben dan A-, kan dit een reden zijn voor de deelneming een afwijkende financiële afspraak hierover met de staat te maken.
- *Benchmark voor het beoordelen van resultaten van deelnemingen:* Minimaal eens per jaar worden de resultaten van de deelneming afgezet tegen de resultaten van de ondernemingen in de peergroup. Dit geeft informatie over hoe de deelneming heeft gepresteerd t.o.v. vergelijkbare sectorgenoten.

In paragraaf 3.4 wordt ingegaan op de wijze waarop een peergroup wordt vastgesteld.

2.5 Jaarcyclus

Nadat de financiële afspraken meerjarig zijn vastgelegd worden deze afspraken gemonitord en besproken met de deelneming. Dit wordt ingepast in de bestaande jaarcyclus.

Schema 3: jaarcyclus van de financiële positie

**Legenda**

Bestaand
Bestaand maar uitgebreid
Nieuw

Voor de meeste deelnemingen is alleen het op jaarlijkse basis delen van financiële prognoses met de staat een nieuw onderdeel. Bij de (kwartaal)rapportages wordt verwacht dat er ook zal worden stilgestaan bij de realisatie t.o.v. de doelstellingen. Bij het eerste kwartaalgesprek van het kalenderjaar dient er aandacht te zijn voor de realisatie van de jaardoelstellingen. In de meeste gevallen wordt bij het laatste kwartaalgesprek van het jaar de financiële prognoses besproken, tenzij er een ander overlegmoment aan het eind van het jaar wordt overeengekomen.

Aangezien het ministerie van Financiën namens de staat als aandeelhouder bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) de jaarrekening en het dividendvoorstel vaststelt, is contact daarover met de deelneming voorafgaand aan de AvA van belang. Hierbij kunnen op detailniveau vragen over de jaarrekening worden geadresseerd, zodat dit niet noodzakelijkerwijs tijdens de AvA hoeft te gebeuren. Bovendien kan gevraagd worden naar de prestaties in verhouding tot de peergroup. Tijdens het voorjaarsgesprek kan de RvC om een appreciatie van de resultaten t.o.v. de financiële afspraken worden gevraagd.

2.6 Verslechterde financiële weerbaarheid

Het is mogelijk dat uit informatie of gesprekken met een deelneming blijkt dat de hoofdoelen van het beleid financiële positie onder druk komen te staan (continuïteit

van de activiteiten en behoud van financiële waarde). Hierbij kan onder andere worden gedacht aan de volgende situaties:

- Er is sprake van onvoorziene externe omstandigheden. Concrete voorbeelden zijn de COVID-19 uitbraak of een onverwachte economische crisis. Hierbij is in het verleden gebleken dat de financiële buffers van enkele deelnemingen niet toereikend waren om de financiële gevolgen hiervan op te vangen.
- De deelneming krijgt gedurende een langere periode te maken met extra structurele investeringen .
- Andere interne of externe omstandigheden die druk zetten op de financiële positie.

De volgende situaties kunnen een indicaties zijn dat de financiële weerbaarheid onder druk staat:

- De deelneming kan de financiële afspraken niet nakomen.
- De deelneming kan haar strategie niet meer goed uitvoeren door financiële belemmeringen.
- De deelneming blijft wat betreft financiële prestaties duidelijk achter bij vergelijkbare sectorgenoten en daar is geen goede reden voor.
- De deelneming kan niet meer de investeringen doen die nodig en/of wenselijk zijn.
- De deelneming kan niet meer voldoende vreemd vermogen aantrekken voor het financieren van de primaire bedrijfsactiviteiten.

Als van een van deze omstandigheden sprake is, wordt van de deelneming een actuele prognose gevraagd. Aan de hand hiervan wordt met de deelneming besproken of de financiële weerbaarheid daadwerkelijk onder druk staat en maatregelen nodig zijn, of dat kan worden volstaan met het verder monitoren van de ontwikkeling. Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn als de gestelde doelstellingen niet meer actueel, realistisch of marktconform zijn. Ook kan hiervan sprake zijn als de verslechterde situatie tijdelijk van aard is door een eenmalige tegenvaller. Als echter geconcludeerd wordt dat de weerbaarheid daadwerkelijk onder druk staat en de continuïteit en/of financiële waarde in gevaar zijn, kunnen de volgende stappen als leidraad voor het vervolgproces dienen:

1. De onderneming stelt een gedetailleerd herstelplan op, waarin wordt opgenomen welke maatregelen denkbaar zijn om de financiële positie op autonome wijze te verbeteren en de financiële afspraken weer te gaan realiseren. De deelneming werkt ook uit nieuwe financiële prognoses uit, waarin de maatregelen worden doorgerekend. Afhankelijk van de situatie, kan het hierbij raadzaam zijn verschillende scenario's (*worst case*, *base case*, *best case*) uit te werken. Ook wordt onderzocht of de verslechterde financiële weerbaarheid het gevolg is van wet- en regelgeving vanuit het betrokken beleidsdepartement. In dat geval moet hierover in gesprek worden getreden met het beleidsministerie en wordt het beleidsministerie betrokken bij het maken van het herstelplan. Als er sprake is van andere aandeelhouders, worden deze waar mogelijk ook betrokken.
2. Heeft het uitvoeren van het herstelplan niet het beoogde effect, dan dienen ook andere mogelijke opties voor het herstellen van de financiële positie inzichtelijk te worden gemaakt. In deze situatie kunnen eventuele steunmaatregelen vanuit de staat worden overwogen. Hierbij wordt onder meer het 'Afwegingskader bij

steunverzoeken individuele bedrijven' gevolgd, zoals gepubliceerd op 1 mei 2020¹. Eventuele financiële steunverlening wordt door de staat als uiterste redmiddel gezien en is onderhevig aan politieke besluitvorming.

3. Nadat het herstelplan is vastgesteld (stap 1) en eventueel steunmaatregelen zijn verstrekt (stap 2), zal de staat de gemaakte afspraken monitoren. Totdat de financiële doelstellingen weer worden gehaald, informeert de deelneming het ministerie frequent over de voortgang van de genomen stappen.

2.7 Samenhang met andere kennisgebieden

Strategie

De strategie van een onderneming heeft een grote invloed op de vermogenspositie, winstgevendheid en investeringsagenda van een deelneming. Een deelneming maakt gegeven de strategie bepaalde keuzes die effect hebben op de winstgevendheid of hoogte van investeringen. Deze strategische keuzes – zoals bijvoorbeeld het nemen van meer risico's – kunnen een remmend effect hebben op de opbouw van de vermogenspositie. Uiteraard geldt dit ook andersom: zo kan een ontoereikende vermogenspositie van een deelneming een strategie die gericht is op uitbreiding van de activiteiten ernstig beperken.

Het is daarom van belang dat de financiële positie van een deelneming in samenhang met de strategie wordt beoordeeld. Het heeft de voorkeur dat een herijking van financiële afspraken en een herijking van de strategie in hetzelfde jaar plaatsvinden. Een logische volgorde daarbij is dat eerst (conform dit handboek) de financiële afspraken worden herijkt gedurende de voorbereidingsfase van een strategieherijking en daarna (conform het handboek Strategie) de strategieherijking plaatsvindt. Hierbij zal de strategie ook vertaald moeten worden naar financiële prognoses voor de looptijd van de strategie. Deze prognoses moeten vervolgens aantonen dat de deelneming ook met de nieuwe strategie in staat is de gemaakte financiële afspraken te realiseren. In de praktijk zal dit proces ook een andere volgorde kunnen hebben. Zo is bijvoorbeeld een situatie denkbaar dat een onderneming een substantiële strategiewijziging voor ogen heeft die ook impact heeft op de financiële afspraken (zoals bijvoorbeeld de mogelijkheid om rendement te maken of dividend uit te keren). In dat geval kan het logisch zijn eerst kennis te nemen van de plannen van de deelneming en dit zorgvuldig mee te wegen in het bepalen van de financiële afspraken.

Investerings

Investerings zijn noodzakelijk om de bestaande activiteiten ook op langere termijn voort te kunnen zetten, de bestaande activiteiten uit te breiden of in te kunnen spelen op een veranderende omgeving en vraag. Op deze manier spelen investeringen een cruciale rol in het behoud van de financiële waarde van de onderneming. Enerzijds is het dus belangrijk dat de deelnemingen genoeg investeren, maar anderzijds moet de investeringsagenda ook niet de financiële weerbaarheid van de onderneming onder druk zetten. Grote investeringsprojecten (zoals bij een transitieopgave) kunnen een wezenlijke impact hebben op de vermogenspositie en de winstgevendheid van een onderneming. Daarom is het bij investeringsvoorstellen noodzakelijk om inzicht te hebben in de impact van de investering op de financiële positie van de onderneming.

¹ Kamerstukken II 2019-2020, 35 420, nr. 36

Per investering moet door de aandeelhouder beoordeeld worden of deze een positieve netto contante waarde heeft (met andere woorden: voldoende rendement oplevert). Om dit te kunnen vaststellen moet een rendementsdoelstelling worden vastgesteld voor de investering, bestaande uit een rendementsverwachting voor het eigen en het vreemd vermogen. Als doelstelling voor het rendement op eigen vermogen wordt daarbij de rendementsdoelstelling gebruikt die voor de deelneming in brede zin is vastgesteld (zie hoofdstuk 3).

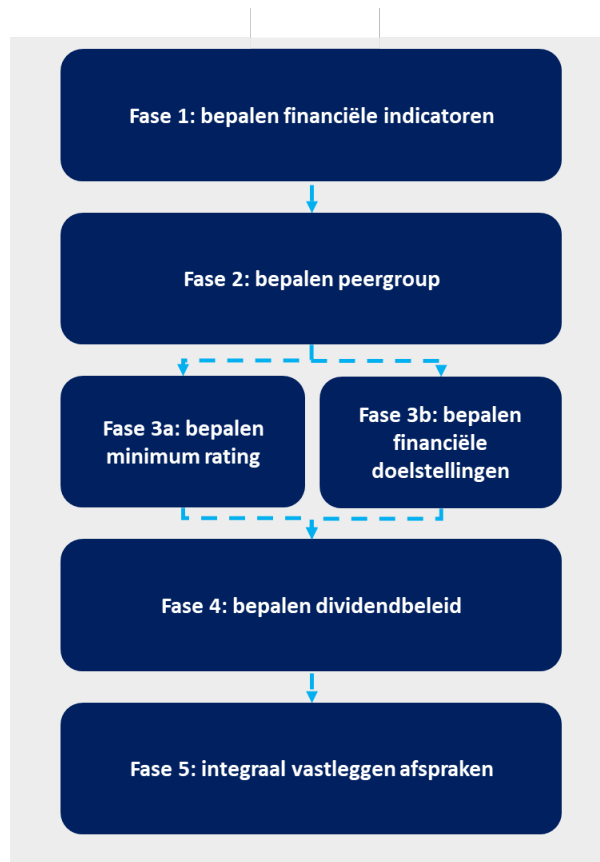
Indien een investering een evident veel hoger of lager risicoprofiel heeft dan de deelneming als geheel, kan er eventueel voor worden gekozen om een afwijkende rendementseis vast te stellen. Een tweede uitzonderingsgrond is de mogelijkheid dat een investering onvoldoende rendement oplevert, maar desondanks gewenst is vanwege het maatschappelijk belang. In dit geval moet expliciet worden afgewogen of het maatschappelijk belang een specifieke investering rechtvaardigt ondanks het niet halen van de rendementseis. Het is raadzaam om terughoudend te zijn met het accepteren van investeringen met een lager rendement dan de algehele rendementsdoelstelling van de deelneming, aangezien dit soort investeringen vaak grotere risico's met zich meebrengen en een minder gunstig effect hebben op de financiële positie van de deelneming. In de besluitvorming omtrent dergelijke investeringen moet daarom expliciet worden vermeld en meegewogen dat de geldende rendementseis niet wordt gehaald. Bovendien moet onderzocht worden of het lagere rendement is te vereenzelvigen met de andere gemaakte afspraken met betrekking tot de financiële positie. De financiële positie van de deelneming moet in elk geval goed genoeg zijn om het lagere rendement van de investering kunnen dragen.

3 Financiële afspraken

3.1 Vaststelling

Het vaststellen van de financiële afspraken gebeurt volgordeijk, waarbij een aantal fases wordt doorlopen (zie schema 4).

Schema 4: fases voor vaststellen van de financiële afspraken



Het is belangrijk te starten met het vaststellen van de meest relevante financiële indicatoren (zie paragraaf 3.3). Dit zijn de meest relevante variabelen om het benodigde beeld te krijgen van de financiële positie in brede zin. Vervolgens wordt een peergroup vastgesteld (paragraaf 3.4) van ondernemingen waarmee de afgesproken financiële indicatoren goed vergeleken kunnen worden. De peergroup is vervolgens weer belangrijke input voor zowel het bepalen van de minimum rating en de doelstellingen. Deze kunnen gelijktijdig worden vastgesteld (paragraaf 3.5 en 3.6). Daarna wordt het dividendbeleid bepaald (paragraaf 3.7). Als laatste worden de afspraken integraal vastgelegd (paragraaf 3.8).

3.2 Herijking

Uiterlijk een half jaar voordat de looptijd van de meerjarige financiële afspraken eindigt, worden gesprekken gestart voor de herijking van de afspraken. Het kan

raadzaam zijn om qua looptijd aan te sluiten bij de looptijd van de strategie, zodat beide (financiële positie en strategie) in onderlinge samenhang kunnen worden geëvalueerd en herijkt.

Bij een periodieke herijking van de meerjarige financiële afspraken worden opnieuw de fases doorlopen zoals opgenomen op de vorige pagina ('vaststelling'). Een verschil hierbij is dat de reeds gemaakte afspraken bij een toekomstige herijking als basis dienen. De focus ligt in dit geval vooral op (1) het evalueren van de indicatoren, de credit rating en de peergroup en (2) het actualiseren van de financiële doelstellingen n.a.v. de meest recente financiële informatie.

3.3 Vaststellen financiële indicatoren

Invulling beleid in de praktijk

De staat wil een bredere set van financiële indicatoren en bijbehorende ambitieuze doelstellingen hanteren om de juiste inzichten te kunnen krijgen in de financiële positie van een deelneming. De brede set aan financiële indicatoren dient inzicht te geven in de hieronder genoemde drie onderwerpen:

- *Rendement.* Inzicht in de winstgevendheid is belangrijk om zeker te stellen dat de aandeelhouder wordt gecompenseerd voor het in deelnemingen geïnvesteerde vermogen en te beoordelen of de financiële waarde die de deelneming voor de staat vertegenwoordigt behouden blijft.
- *Onderliggende operationele prestaties.* Onderliggende operationele indicatoren geven inzicht in trends, de efficiëntie van de operatie, de bedrijfsvoering en/of de investeringscapaciteit. Ook de ontwikkeling van de omzet (groei of krimp) en de kwaliteit van de inkomsten (structurele of eenmalige inkomsten) zijn onderdeel van de onderliggende operationele prestaties.
- *Balanspositie.* Hoewel een onderneming mogelijk operationeel goed presteert en/of een goed rendement maakt, hoeft dit niet direct te betekenen dat de balanspositie van de onderneming solide is. Deze indicatoren geven inzicht in het vermogen van deelnemingen om zelfstandig vreemd vermogen aan te trekken, of zij voldoende liquiditeit hebben om aan hun betalingsverplichtingen te kunnen voldoen, de toekomstige investeringsagenda kunnen financieren en genoeg eigen vermogen hebben.

Per onderwerp wordt minimaal één indicator afgesproken. De financiële indicatoren moeten concreet zijn en aansluiten bij de strategie en aard van de deelneming. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

Vaststellingsproces

In de volgende paragrafen worden de processtappen voor het vaststellen van de indicatoren uiteengezet.

Stap 1: deelnemingen meenemen in brede set indicatoren

De deelnemingenteams bespreken de achtergrond van het beleid voor de financiële positie met de deelneming, waaronder de toepassing van financiële indicatoren. De deelneming kan ter inspiratie worden gewezen op de brede set aan indicatoren zoals

vermeld in Appendix 1. Bij het vaststellen van financiële indicatoren gelden de volgende voorwaarden:

- Het selecteren van andere indicatoren dan vermeld in de brede set van Appendix 1 is mogelijk indien andere financiële indicatoren aantoonbaar beter aansluiten op de activiteiten van de deelneming.
- De *return on equity* (ROE) onderdeel is van de selectie van indicatoren vanwege de mogelijkheid tot onderlinge vergelijkbaarheid van deelnemingen, tenzij de ROE als indicator niet logisch is voor de desbetreffende deelneming (bijvoorbeeld deelnemingen met een negatief eigen vermogen).
- Voor elk van de drie onderwerpen (rendement, operationele prestaties en balanspositie) wordt minstens één financiële indicator afgesproken, tenzij dit voor de desbetreffende deelneming aantoonbaar geen relevant onderwerp is.

Naast de bespreking van indicatoren dienen de dossierhouders in het gesprek ook het belang van een representatieve peergroep te benadrukken. Een voorstel voor de invulling van de peergroep wordt in fase 2 door de deelneming gedaan, maar het is aan te raden in het eerste gesprek al enkele mogelijke peers door te nemen.

Stap 2: voorstel deelneming

De deelneming wordt vervolgens verzocht een voorstel te doen voor een set financiële indicatoren. De deelneming legt uit waarom voor de groep indicatoren is gekozen. Hier wordt bij voorkeur ook een link gelegd met de strategie en uitdagingen van de deelneming. Voor een goed inhoudelijk gesprek over indicatoren is het belangrijk dat de deelnemingenteams zelf, voorafgaand aan het voorstel door de deelneming (stap 3), een eigen beeld vormen over geschikte financiële indicatoren.

Stap 3: toetsing en vastlegging voorstel onderneming

Na ontvangst van het voorstel beoordelen de dossierhouders van de deelneming het voorstel. Deze beoordeling wordt afgestemd met kennisteam financiële positie. De dossierhouders beoordelen of de indicatoren een volledig en duidelijk inzicht geven in de financiële positie van de deelneming passend bij de aard van de deelneming en de sector waarin het actief is.

Om te beoordelen of de juiste financiële indicatoren zijn samengesteld, zijn onderstaande vragen opgesteld die als hulpmiddel kunnen dienen. Hiermee kan worden bepaald of financiële indicatoren gewijzigd en/of toegevoegd moeten worden. Alle vragen moeten met 'ja' te beantwoorden zijn.

1. *Zijn de financiële indicatoren concreet en beïnvloedbaar?*
2. *Worden de drie financiële aspecten (rendement, onderliggende operationele prestaties en balanspositie) voldoende beoordeeld?*
3. *Raken de indicatoren belangrijke facetten van de strategie van de deelneming?*
4. *Sluiten de indicatoren goed aan bij de aard van de deelneming en de sector waarin zij actief is (bijvoorbeeld indicatoren voor financiële instellingen of indicatoren voor deelnemingen met relatief veel vaste activa)?*
5. *Bieden de indicatoren relevante informatie m.b.t. de hoofddoelen en uitgangspunten zoals verwoord in paragraaf 1.2?*

De dossierhouders koppelen de uitkomst van de beoordeling terug aan de deelneming. Als de staat het eens is met de door de deelneming voorgestelde set financiële indicatoren, wordt overgegaan tot het vaststellen van de peergroup. Als er een verschil van inzicht is over de indicatoren zullen de medewerkers van Financiën namens de staat een voorstel doen tot wijziging of aanvulling van de set indicatoren. Als de deelneming met dit voorstel instemt kan worden doorgedaan met fase 2, het vaststellen van de peergroup. Indien er een verschil van inzicht blijft bestaan over de indicatoren kan het gesprek worden geëscaleerd naar een hoger niveau, met als doel om alsnog overeenstemming te bereiken over de indicatoren .

3.4 Vaststellen van de peergroup

Nadat de financiële indicatoren in fase 1 zijn vastgesteld, wordt in fase 2 de peergroup in vastgesteld.

De aandeelhouder vraagt de deelneming een voorstel te doen voor een peergroup. Bij het selecteren hiervan verwacht de staat dat de deelneming in ieder geval de volgende analyses meeneemt in de samenstelling van de peergroup:

- *Welke ondernemingen zijn de concurrenten van de deelneming?*
- *Welke ondernemingen opereren in dezelfde industrie/sector?*
- *In hoeverre zijn de karakteristieken van de peers vergelijkbaar met de deelneming wat betreft:*
 - a. *Omvang (omzet, activa en werknemers)*
 - b. *Winstgevendheid en verdienmodel*
 - c. *Financiering*
 - d. *Kapitaalintensiteit (bv. investeringsniveau)*
 - e. *Eigenaarsstructuur*

De representatieve groep van ondernemingen kan bestaan uit bedrijven uit binnen- en buitenland, en ook uit beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven. Na het voorstel van de deelneming, gaat het deelnemingenteam hierover met de deelneming in gesprek en wordt in onderling overleg een peergroup vastgesteld. Bij het vaststellen van de peergroup gelden de volgende uitgangspunten:

- De peergroup bestaat in beginsel uit minimaal vijf ondernemingen, maar bestaat bij voorkeur uit een groter aantal om een bredere vergelijking te kunnen maken.
- De ondernemingen in de peergroup hebben openbare informatie m.b.t. de belangrijkste financiële indicatoren van de deelneming. Bij sommige niet-beursgenoteerde ondernemingen is dit namelijk niet het geval, waardoor het niet mogelijk een vergelijking te maken met de deelneming.
- Als de deelneming een rating heeft, dan hebben peers met een rating de voorkeur boven peers zonder rating.
- Indien er een rendementsdoelstelling op basis van CAPM wordt vastgesteld, dan is het noodzakelijk dat er ook minimaal vijf beursgenoteerde ondernemingen deel uitmaken van de peergroup. Deze peers zijn immers nodig voor het berekenen van de CAPM.
- Bij het beoordelen van peers worden de verschillende karakteristieken (omvang, winstgevendheid/verdienmodel, financiering, kapitaalintensiteit, eigenaarsstructuur) eenzelfde gewicht toegekend.

3.5 Vaststellen doelstellingen

Invulling beleid in de praktijk

Nadat de financiële indicatoren en de peergroup zijn vastgesteld, doet de deelneming in fase 3a een voorstel voor de kwantitatieve doelstellingen voor de vastgestelde financiële indicatoren. Deze doelstellingen zijn waarden die de komende jaren door de deelneming nagestreefd worden. Dit betreft in de meeste gevallen een exact getal of percentage, maar kan in uitzonderingen ook een range zijn als een exact getal moeilijk vast te stellen is. Indien er aanleiding voor is kan er ook een dynamische doelstelling worden voorgesteld, waarbij de doelstelling per jaar varieert. De doelstellingen moeten geen belemmering vormen voor het succesvol uitvoeren van de strategie en de investeringsagenda. Ook verschilt het per financiële indicator hoe het best een doelstelling kan worden vastgesteld.

Aangezien voldoende rendement, een gezonde balans en een efficiënte bedrijfsvoering bijdragen aan de continuïteit en het behoud van de financiële waarde van deelnemingen, verwacht de staat als aandeelhouder betekenisvolle doelstellingen die aansluiten bij meerjarige historische prestaties en de prestaties van vergelijkbare ondernemingen. Wanneer er bij een voorgestelde doelstelling sprake is van een trendbreuk ten opzichte van meerjarige historische prestaties of afwijkt van de financiële streefwaarden van peers, dan is daar een gedegen onderbouwing voor nodig.

In algemene zin kan uit de volgende bronnen worden geput bij de vaststelling:

- Literatuur: voor sommige financiële indicatoren bestaan in de literatuur algemeen erkende standaarden voor een gezond niveau. Voor het eigen vermogen geldt bijvoorbeeld in de regel dat tussen 25%-40% van het balanstotaal doorgaans als gezond wordt gezien. Deze bandbreedte kan dus primair als ankerpunt worden gebruikt voor het verifiëren van de door de deelneming aangedragen doelstellingen voor de vermogenspositie.
- Marktrapportages: diverse (investerings-)partijen publiceren met enige regelmaat analyses over marktontwikkelingen en/of sectoranalyses.
- Formules: Voor sommige financiële indicatoren bestaan algemeen erkende berekeningsmethodes. Dit geldt bijvoorbeeld voor het rendement op eigen vermogen, waarvoor CAPM een veel gebruikte methode is.
- Vereisten van de toezichthouder (bv. ACM, DNB, ECB): toezichthouders publiceren frequent de gereguleerde tarieven die voor enkele deelnemingen in de energie- en vervoerssector relevant kunnen zijn. Daarnaast maken onder toezicht staande financiële instellingen – vanwege vereisten van DNB of de ECB – bekend welke minimale kapitaalvereiste voor hen geldt. Aan deze eisen moeten zij minimaal voldoen, maar het is geen doel om de eisen zo dicht mogelijk te benaderen.
- Gemiddelde en/of mediaan van vergelijkbare ondernemingen: voor diverse financiële indicatoren (zoals de hierboven geschetste historisch behaalde resultaten) kan ook naar de historische (gemiddelde) resultaten van de peers worden gekeken over de afgelopen drie tot vijf jaar. Om deze reden is het belangrijk dat eerst een peergroup is vastgesteld.
- Overige stakeholders: er kunnen prestatieafspraken met andere stakeholders overeen zijn gekomen. Dit kunnen afspraken zijn met bijvoorbeeld andere

- aandeelhouders dan de staat, maar ook met belangengroeperingen (zoals NGO's) of er kunnen specifieke afspraken zijn gemaakt tussen de rvb en rvc.
- Prognoses: het is ook relevant om te weten hoe de deelneming zelf denkt te kunnen presteren op de financiële indicatoren in de komende jaren.

Vaststellingsproces

Stap 1: voorstel deelneming

De deelneming doet een voorstel voor de doelstellingen. De enige uitzondering hierop is een eventuele doelstelling voor *return on equity* (ROE). Wanneer voor de bepaling van de doelstelling voor de ROE CAPM (zie appendix 2) als methode wordt gebruikt, dan berekenen medewerkers van het ministerie van Financiën de uitkomst van de CAPM. Op deze manier wordt een uniforme toepassing van CAPM gewaarborgd. Na de berekening informeert het deelnemingenteam de deelneming hierover, zodat deze dit mee kan wegen in het voorstel.

Het voorstel van de deelneming omvat in ieder geval de volgende punten:

- Voorstel voor de hoogte van de doelstellingen.
In beginsel een meerjarige doelstelling, bij voorkeur uitgesplitst op jaarbasis.
- Rationale voor de doelstellingen.
Een duidelijke onderbouwing inclusief bronverwijzing indien van toepassing.
- Historie en prognose van de indicatoren.
De eigen historische prestaties op de indicatoren over bij voorkeur minimaal de afgelopen vijf jaar. Ook bevat het voorstel de verwachte prestaties op de indicatoren over minimaal de komende drie jaar.
- Historie van peergroep op de indicatoren.
De historische prestaties van de ondernemingen in de peergroep op de voorgestelde indicatoren.

Stap 2: beoordeling deelnemingenteam

De deelnemingenteams beoordelen het voorstel van de deelneming voor doelstellingen vervolgens op plausibiliteit, ambitie en redelijkheid. De doelstellingen moeten in lijn zijn met de hoofddoelen en uitgangspunten zoals verwoord in paragraaf 1.2. Onderstaande vragen gelden als referentiepunt om de doelstellingen kritisch te beoordelen en te bespreken met de deelneming:

- *Hoe zijn de doelstellingen tot stand gekomen?*
- *Maken de doelstellingen het mogelijk de strategie en investeringsagenda uit te voeren?*
- *Zijn de doelstellingen minimaal even hoog als de historische resultaten en zo nee, waarom niet?*
- *Zijn de doelstellingen minimaal even hoog als de historische resultaten van peers en zo nee, waarom niet?*
- *Zijn de doelstellingen in lijn met de prognoses en zo nee, waarom niet?*
- *Zijn de doelstellingen gebaseerd op literatuur en/of algemeen erkende berekeningsmethodes? Zo ja, welke aannames liggen hierachter?*
- *Zijn de doelstellingen in algemene zin voldoende ambitieus?*

Stap 3: vastlegging

Als het ministerie van Financiën de voorgestelde doelstellingen passend vindt, dan worden deze vastgelegd. Indien dit niet het geval is, gaan het ministerie en de deelneming in gesprek om tot overeenstemming te komen.

3.6 Vaststellen credit rating

Invulling beleid in de praktijk

Een credit rating reflecteert het risicoprofiel van de deelneming. Gezien het belang hiervan voor de financiële positie van de deelneming, is dat ook de reden dat dit aspect integraal in de financiële afspraken wordt opgenomen. Het vaststellen van een credit rating is alleen van toepassing op deelnemingen die al een credit rating hebben en deelnemingen die voornemens zijn een credit rating aan te vragen.

Het is geen vereiste vanuit de staat dat de deelneming een credit rating heeft. Niet alle deelnemingen hebben een credit rating. Dit is met name afhankelijk van de omvang en of bij het ophalen van financiering obligaties worden uitgegeven. Het is niet nodig een credit rating te verkrijgen op het moment dat er geen vrij verhandelbare schulden op de balans staan. De staat hanteert de vuistregel dat niet-financiële deelnemingen minimaal een *A minus rating* dienen te hebben en financiële deelnemingen een *AAA-rating* (dit geldt niet voor de bij voorbaat tijdelijke deelnemingen). Staatsdeelnemingen profiteren van een uplift van de credit rating vanwege het aandeelhouderschap en de bijbehorende credit rating van de Nederlandse staat (AAA-rating). Wanneer de rating van een deelneming verbetert kan de deelneming vaak tegen gunstigere voorwaarden geld ophalen.

Voor de financiële deelnemingen met een credit rating geldt een hogere vereiste (AAA-rating) dan voor niet-financiële deelnemingen. Een belangrijke reden hiervoor is dat de reguliere financiële deelnemingen (BNG Bank, NWB Bank en FMO) historisch al een sterk kredietprofiel hebben. Een bijkomend voordeel is dat een AAA-rating ervoor zorgt dat de kosten voor het inlenen (*funding*) lager zijn dan wanneer de kredietwaardigheid minder sterk is.

Voor niet-financiële deelnemingen zou een generiek vereiste van een AAA-rating niet aansluiten bij de praktijk aangezien er grote verschillen zouden ontstaan met vergelijkbare private partijen. Dit is eveneens van toepassing voor de bij voorbaat tijdelijke financiële deelnemingen, waarvoor ook niet de vuistregel van een AAA-rating geldt.

Wanneer bovengenoemde vuistregel in de praktijk betekent dat de credit rating van de deelneming uit de pas loopt met sectorgenoten (vergelijkbare partijen met een credit rating), dan mag worden afgeweken van deze vuistregel. Voorwaarde hierbij is dat deze afwijking de financiële gezondheid van de deelneming niet in gevaar brengt.

Vaststellingsproces

Voor de vaststelling van een minimum rating in fase 3b geldt een eenvoudiger proces dan de eerder de eerder besproken vaststellingen van de indicatoren, peergroup en doelstellingen doordat wordt gewerkt met een vuistregel. Als de deelneming een andere rating nastreeft is een uitgebreidere onderbouwing nodig.

De vaststelling van de minimum rating kan gelijktijdig gebeuren met de vaststelling van de doelstellingen (fase 3a).

Stap 1: voorstel deelneming

De deelneming doet een voorstel voor de minimum credit rating. Daarbij maakt zij inzichtelijk wat de huidige credit rating is, welke rating het nastreeft, hoe dit zich verhoudt tot de eerdergenoemde vuistregel en welke credit rating gebruikelijk is bij vergelijkbare ondernemingen op basis van de peergroup. In het voorstel van de deelneming wordt er een nadere onderbouwing gegeven voor de minimum credit rating.

Stap 2: beoordeling deelnemingenteams

De deelnemingenteams beoordelen het voorstel van de deelneming vervolgens op plausibiliteit en redelijkheid. De teams bekijken of het voorstel in lijn is met de vuistregel en aansluit bij het niveau van vergelijkbare ondernemingen. Als een deelneming een hogere rating nastreeft dan de vuistregel en/of de peers, zal het goed moeten onderbouwen waarom dit nodig is. Hier kan bijvoorbeeld aanleiding toe zijn als de peergroup van de deelneming een gemiddeld hogere rating heeft of als de deelneming bij A- onvoldoende aan financiering kan komen. Het is belangrijk hier terughoudend mee om te gaan, omdat een afwijking van de vuistregel mogelijk ook financiële gevolgen heeft voor de staat. De minimum rating wordt namelijk ook gebruikt om het dividendbeleid en de hoeveel kapitaal die een deelneming nodig heeft te bepalen. Een hogere doelstelling qua rating dan de vuistregel kan dus leiden tot lagere dividenduitkeringen voor de staat. Een doelstelling lager dan de vuistregel is niet acceptabel, tenzij er reeds een bestaande afspraak geldt of dat een lagere doelstelling het gevolg is van een uitzonderlijke situatie. Enkele voorbeelden van uitzonderlijke situaties zijn in paragraaf 2.6 beschreven.

Stap 3: vastlegging

Indien het ministerie van Financiën o.b.v. de gesprekken met de deelneming tot de conclusie komen welke minimum rating passend is, kan worden overgegaan tot de volgende fase; het vaststellen van een dividendbeleid. Indien dit niet het geval is, gaan het ministerie en de deelneming in gesprek om tot overeenstemming te komen.

Bijzondere situaties

Er zijn bijzondere situaties denkbaar in relatie tot de rating:

1. **Downgrade:** Wanneer een credit rating voor een deelneming naar beneden wordt bijgesteld is dit normaliter al onderwerp van gesprek tussen de staat en de deelneming. Voor de deelnemingenteams is het van belang om zowel het credit rating rapport over de downgrade te begrijpen (online te raadplegen, vaak ook op de websites van deelnemingen) en met de deelneming te bespreken, als ook de achterliggende redenen (bijv. lagere solvabiliteit, minder groei, hogere kosten) te begrijpen. In het geval de rating daalt tot onder de minimum rating, is het belangrijk dat het gesprek met de deelneming en ook het beleidsdepartement blijvend moeten worden gevoerd. Zie hiervoor ook de benodigde stappen beschreven in paragraaf 2.6.
2. **Upgrade:** Als de upgrade leidt tot een credit rating tot boven de vuistregel moet de credit rating eerst worden vergeleken met die van sectorgenoten. Als de credit rating van de deelneming boven het gemiddelde niveau van

sectorgenoten ligt, kan dit betekenen dat de afspraken over de doelstellingen van financiële indicatoren, target rating en uiteindelijk het dividendbeleid nogmaals tegen het licht moeten worden gehouden. De doelstellingen voor financiële indicatoren kunnen mogelijk ambitieuzer worden vastgesteld.

3.7 Vaststellen dividendbeleid

Invulling beleid in de praktijk

Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, komt de winst de aandeelhouders ten goede². Winst die niet als dividend wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders, wordt toegevoegd aan het eigen vermogen en draagt hiermee bij aan de financiële weerbaarheid van de deelneming. In het dividendbeleid zet de deelneming uiteen welk deel van de winst in beginsel jaarlijks als dividend wordt uitgekeerd en welke overwegingen daarbij relevant zijn. De AvA stelt vervolgens het dividend vast, op voorstel van de deelneming.

Het uitkeringspercentage van de winst is het belangrijkste onderdeel van het dividendbeleid en moet daarom weloverwogen worden vastgesteld. Het dividendbeleid wordt in fase 4 met de deelneming bepaald. De vastgestelde afspraken voor de financiële indicatoren en credit rating zijn de kaders waarbinnen het dividendbeleid kan worden vastgesteld. Het dividendbeleid zal ook moeten bijdragen aan het waarborgen van de hoofddoelen en uitgangspunten (paragraaf 1.2).

Vaststellingsproces

Stap 1: voorstel deelneming

De deelneming deelt met de aandeelhouder(s) een voorstel voor een dividendbeleid. De staat verwacht dat het voorstel van de deelneming voor een dividendbeleid de volgende punten bevat:

1. Financieel meerjarenplan: Het dividendbeleid wordt onderbouwd door een financieel meerjarenplan. Dit meerjarenplan moet minimaal de komende vijf jaren betreffen.
2. Objectieve criteria: Er worden objectieve en duidelijk meetbare criteria vastgesteld op basis waarvan de hoogte van de dividendumuitkering wordt vastgesteld.
3. Verschillende scenario's: Het financieel meerjarenplan bevat bij voorkeur verschillende realistische scenario's. Scenario's geven bijvoorbeeld inzicht in de effecten van schommelingen in omzet, winstgevendheid of veranderende investeringsopgaven op de objectieve criteria.
4. Investeringsagenda: Het dividendbeleid moet ruimte bieden aan de deelneming om haar investeringsagenda te kunnen uitvoeren. Naast noodzakelijke (vervangings-) investeringen om de operatie van de onderneming voort te zetten, kan het ook wenselijk zijn dat de deelneming zijn activiteiten uitbreidt.
5. Ratio's rating agencies: Indien van toepassing maakt de deelneming inzichtelijk welke mate van verslechtering van financiële ratio's aanleiding kunnen geven voor een downgrade van de rating.

² Burgerlijk Wetboek Boek 2, Artikel 105.

6. Ruimte voor dividend: De onderneming maakt per scenario per jaar inzichtelijk wat de maximale ruimte is voor dividend, onder voorwaarde dat wordt voldaan aan de objectieve criteria.
7. Een voorstel voor een meerjarig dividend: de onderneming geeft aan welk dividend(percentage) volgens haar passend is en onderbouwt dit o.b.v. de hierboven gevraagde informatie.

Stap 2: beoordeling deelnemingsteam

Na ontvangst van het voorstel, beoordelen de dossierhouders van de deelneming en het kennisteam financiële positie het voorstel. Ook de directie Financieel Economische Zaken binnen het ministerie van Financiën wordt hierbij betrokken. Aan de hand van bovengenoemde punten kan worden nagegaan of een voorstel in lijn is met ons beleid. Ook wordt door de staat een standpunt gevormd over wat de absolute bovengrens is voor een uitkeringspercentage o.b.v. de objectieve criteria. Indien n.a.v. deze toetsing blijkt dat de bovengrens hoger is dan het voorstel van de deelneming, dan zal de deelneming goed moeten onderbouwen waarom een lagere bovengrens noodzakelijk is.

Stap 3: vastlegging en uitvoering dividendbeleid

Als het ministerie van Financiën het voorgestelde dividendbeleid passend vindt, dan worden deze vastgelegd. Indien dit niet het geval is, gaan het ministerie en de deelneming in gesprek om tot overeenstemming te komen.

Nadat het meerjarenbeleid is overeengekomen, kan aan de hand van de gemaakte afspraken de dividenduitkering aan de aandeelhouders jaarlijks tijdens de AvA, op voorstel van de deelneming, worden vastgesteld.

3.8 Integrale vastlegging afspraken

Bij de integrale vaststelling van de financiële afspraken (fase 5) worden achtereenvolgens de volgende stappen doorlopen:

1. Voorstel aan deelneming: Zodra de fases 1 t/m 4 uit schema 4 zijn doorlopen, doet het deelnemingsteam een definitief conceptvoorstel aan de deelneming. Dit omvat een voorstel voor doelstellingen voor financiële indicatoren, een peergroup, een rating en een dividendbeleid. Ook omvat dit een voorstel voor de looptijd van de afspraken. Hierbij geldt de vuistregel dat de afspraken minimaal voor drie jaar gelden.
2. Reactie deelneming: De deelneming krijgt vervolgens de gelegenheid hierop te reageren.
3. Voorstel aan minister: Na reactie van de deelneming doet het deelnemingsteam, onder begeleiding van team financiële positie, een voorstel aan de minister ter goedkeuring. Indien de deelneming het niet eens is met de voorgestelde afspraken, wordt de minister hierover geïnformeerd.
4. Formele vastlegging: Als de minister akkoord is, stuurt de (plv.) directeur Financieringen een brief aan de deelneming waarmee de gemaakte afspraken en de looptijd worden vastgelegd.

4 Informatiepositie en monitoring

4.1 Periodieke rapportages en jaarrekening

De staat verwacht periodieke rapportages van de deelnemingen om de financiële positie van de deelneming te kunnen beoordelen. De staat heeft de sterke voorkeur om de periodieke rapportages elk kwartaal te ontvangen. De rapportages worden idealiter binnen twee maanden na het einde van het kwartaal door de deelnemingen moeten gestuurd. Op deze manier zijn de resultaatrapporten actueel en kunnen de dossierhouders op tijd hierover in gesprek gaan met de deelneming.

De rapportages dienen in ieder geval de volgende informatie te bevatten:

- Financiële kerncijfers
- Prestaties op de afgesproken financiële indicatoren, afgezet tegen de doelstellingen (eens per jaar, en waar relevant ieder kwartaal).
- Credit rating, afgezet tegen de ratings van de peergroup (eens per jaar).
- Informatie over de belangrijkste risico's.

In aanvulling op de rapportages ontvangt de staat ieder jaar een jaarrekening en een analyse van de prestaties op de afgesproken financiële indicatoren afgezet tegen de prestaties van de peergroup (eens per jaar, bij voorkeur over het hele jaar). De voorschriften en vereisten voor jaarrekeningen zijn sterk wettelijk verankerd en bovendien publiek. Jaarrekeningen hoeven daarom niet per definitie aan dezelfde eisen te voldoen zoals hierboven omschreven voor rapportages.

4.2 Prognoses

Naast een terugblik verwacht de staat aan het einde van ieder boekjaar een prognose te ontvangen voor minimaal drie jaar in de toekomst, maar bij voorkeur wordt er vijf jaar vooruit gekeken. Deze prognoses omvatten in beginsel het volgende:

- Een prognose van de winst- en verliesrekening en balans, afgezet tegen de verwachting voor het lopende jaar en de realisatie van vorige jaren.
- Een prognose van de ontwikkeling van de afgesproken financiële indicatoren.
- Een prognose van de credit rating.
- Een prognose van het uit te keren dividend.
- De verwachte investeringen, incl. onderbouwing naar projecten en/of investeringscategoriën.

4.3 Monitoring

Naar aanleiding van de ontvangen rapportages gaan de dossierhouders met de deelneming in gesprek over de behaalde resultaten. Ditzelfde geldt voor de jaarrekening, die op de aandeelhoudersvergadering wordt besproken en wordt vastgesteld door de AvA. Aangezien het vaststellen van de jaarrekening een belangrijke verantwoordelijkheid is van de staat als aandeelhouder, is het noodzakelijk de jaarrekening grondig door te nemen voorafgaand aan de AvA. De afgesproken doelstellingen voor financiële indicatoren en de prestaties ten opzichte

van de peergroup kunnen hierbij een belangrijk hulpmiddel zijn. Ook is het raadzaam te kijken of er sprake is van trends. Als bepaalde kerngetallen of ratio's zich negatief ontwikkelen, is het belangrijk te begrijpen waarom en hierover met de deelnemingen in gesprek te treden. Als geconcludeerd wordt dat de financiële positie onder druk staat en de continuïteit en/of financiële waarde in gevaar zijn, dan worden de stappen uit paragraaf 2.6 doorlopen.

Indien er vragen of opmerkingen zijn bij de jaarrekening is het raadzaam om deze voorafgaand aan de AvA aan de deelneming kenbaar te maken. Het contact hierover met de deelneming kan zowel via een gesprek als schriftelijk op medewerkersniveau plaatsvinden. Tijdens de AvA kan de staat uiteraard zelf bepalen welke specifieke onderwerpen worden besproken, maar het heeft de voorkeur om technische vragen over de jaarrekening daarvoor al te hebben geadresseerd, zodat tijdens de AvA de nadruk kan worden gelegd op de (financiële) hoofdlijnen.

De kwartaalgesprekken dienen bij voorkeur voor het begin van het daaropvolgende kwartaal plaats te vinden, om te voorkomen dat de gesprekken aan actualiteit inboeten. Uiteraard kan er te allen tijde worden besloten om aanvullende overlegmomenten in te plannen, indien daar behoefte aan is.

Hieronder staat een overzicht van vragen die in de periodieke gesprekken of tijdens (de voorbereiding van) de aandeelhoudersvergadering gesteld kunnen worden:

- *Hoe heeft de deelneming afgelopen periode financieel gepresteerd?*
- *Zijn er afwijkingen tussen de gestelde doelstellingen en de resultaten? Zijn deze positief of negatief?*
- *Wat is de reden voor deze afwijkingen? Is dit incidenteel of structureel?*
- *Indien het structureel is, hoe denkt de onderneming dit te kunnen verbeteren? Is er daarbij ook een rol voorzien voor de aandeelhouder(s) of het beleidsministerie?*
- *Hoe presteert de onderneming t.o.v. de peergroup? Indien de onderneming minder presteert, is dit verklaarbaar?*
- *Welke (financiële en niet-financiële) risico's signaleert de onderneming en wat is de verwachte impact als deze risico's zich materialiseren?*
- *Hoe is de deelneming voornemens deze risico's te mitigeren?*
- *Op welk niveau is de risk appetite voor de verschillende risico's vastgesteld?*
- *Hoe verhouden de reeds behaalde resultaten zich tot de eerder gedeelde prognoses? Zijn er afwijkingen en hoe ziet de deelneming de ontwikkeling de komende periodes?*

Bovenstaande vragen hebben primair betrekking op de financiële positie en bijbehorende risico's. Daarnaast dienen uiteraard ook andere onderwerpen aan bod te komen in periodieke gesprekken, zoals bijvoorbeeld ontwikkelingen op het gebied van MVO, strategische keuzes, investeringen, etc.

Over de prognoses gaan de dossierhouders aan het eind van het jaar in gesprek met de deelneming. Een logisch moment voor dit gesprek is het laatste kwartaalgesprek van het kalenderjaar (zie jaarcyclus in paragraaf 2.5). Het gesprek hierover kan eventueel ook op medewerkersniveau worden gevoerd of schriftelijk worden gedaan door het beantwoorden van vragen die medewerkers van het ministerie van Financiën delen met de deelneming.

Het gesprek over de prognoses heeft als doel dat de dossierhouders kunnen vaststellen dat de financiële positie naar verwachting ook in de komende jaren goed blijft. Dit impliceert dat de afgesproken financiële doelstellingen en minimum rating worden gerealiseerd. Een belangrijke toets hierbij is of de deelneming voldoende rekening heeft gehouden met eventuele toekomstige transitieopgaven of andere externe trends en ontwikkelingen. Als de deelneming op basis van de prognoses in de komende jaren niet meer in staat lijkt haar doelstellingen te halen, is dit aanleiding om nader het gesprek aan te gaan en eventueel bij te sturen (zie ook paragraaf 2.6).

Daarnaast zal de staat zelf ook jaarlijks over de staatsdeelnemingen rapporteren in het jaarverslag beheer staatsdeelnemingen. Hierin wordt per deelneming stil gestaan bij de belangrijkste ontwikkeling van het jaar waar het verslag betrekking op heeft, waaronder de financiële resultaten. Verder wordt er in het jaarverslag ook gerapporteerd over de belangrijkste ontwikkelingen van de staatsdeelnemingenportefeuille die betrekking hebben op de financiële positie (o.a. rendement, vermogenspositie, credit rating, dividend).

Appendix 1: Overzicht financiële indicatoren

	Indicator	Berekening	Toepasbaarheid
Rendementsindicatoren	Return on equity	$ROE = \frac{\text{Netto resultaat}}{\text{Eigen Vermogen}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen
	Return on assets	$ROA = \frac{\text{Netto resultaat}}{\text{Activa}}$	Voornamelijk relevant voor bedrijven met relatief veel vast actief
	Return on invested capital	$ROE = \frac{\text{Netto resultaat}}{\text{Geïnvesteed kapitaal}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen
	EBIT(DA) Marge	$EBIT(DA)\% = \frac{EBIT(DA)}{\text{Omzet}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen, minder gebruikelijk in financiële sector
	Return on tier 1 equity	$ROTE = \frac{\text{Netto resultaat}}{\text{Tier 1 Eigen vermogen}}$	Enkel toepasbaar op financiële instellingen
Operationele indicatoren	Omzetgroei	$Groei = \frac{\text{Omzet}_t}{\text{Omzet}_{t-1}} - 1$	Toepasbaar op alle deelnemingen
	CAPEX marge	$CAPEX\% = \frac{CAPEX}{\text{Omzet}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen
	OPEX	Verschillende operationele indicatoren mogelijk	Toepasbaar op alle deelnemingen
	Investeringsratio	$\text{Investeringsratio} = \frac{\text{Investeringen}}{\text{Afschrijvingen}}$	Voornamelijk relevant voor bedrijven met relatief veel vast actief
	Rentemarge	$\text{Rentemarge} = \frac{\text{Netto rente inkomsten}}{\text{Activa}}$	Enkel toepasbaar op financiële instellingen
Balansindicatoren	Solvabiliteitsratio (of CET1)*	$\text{Solvabiliteitsratio} = \frac{\text{Eigen vermogen}}{\text{Activa}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen, zou gemiddeld gezien 25% - 40% moeten bedragen
	Leverage ratio	$\text{Leverage ratio} = \frac{\text{Net debt}}{EBITDA}$	Niet op deelnemingen van toepassing zonder schuldpositie
	Quick ratio	$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Kort lopende activa}}{\text{Kort lopende schulden}}$	Toepasbaar voor alle deelnemingen excl. financiële instellingen
	FFO/Net Debt	$\text{Funds From Operations} = \frac{\text{Free cash flow}}{\text{Total debt}}$	Toepasbaar voor alle deelnemingen excl. financiële instellingen
	Interest coverage ratio	$ICR = \frac{EBITDA - CAPEX}{\text{Interest expense}}$	Toepasbaar op alle deelnemingen, zou minstens boven de 1.5 moeten zijn

Appendix 2: Algemene methodiek CAPM

Inleiding

Het Capital Asset Pricing Model (CAPM) beschrijft de relatie tussen risico en verwacht rendement vanuit het perspectief van beleggers, waarbij een hoger rendement alleen kan worden gerealiseerd door meer risico te accepteren.

Beleid

CAPM bestaat uit drie componenten:

- 1) Risicovrije rente: de vergoeding die beleggers krijgen als zij zonder risico willen beleggen. Of anders gezegd, als de daadwerkelijke opbrengsten gelijk zijn aan de verwachte opbrengsten. In de praktijk wordt de rente op hoogwaardige staatsobligaties gebruikt als een schatting voor een rentevoet van een belegging die geen faillissementsrisico kent
- 2) Bèta: geeft de volatiliteit van het rendement van een specifieke onderneming weer ten opzichte van de markt. Dit is dus feitelijk het risico van de betreffende onderneming;
- 3) Marktrisicopremie: dit is rendement dat een investeerder in aandelenkapitaal extra vereist bovenop de risicovrije rente.

De formule voor CAPM is gelijk aan de risicovrije rente plus de resultante van de bèta vermenigvuldigd met de marktrisicopremie. In formule termen:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

Indien CAPM wordt toegepast om de doelstelling voor de financiële indicator winstgevendheid vast te stellen, zijn de risicovrije rente en marktrisicopremie voor alle deelnemingen gelijk. Omdat voor iedere deelneming de beursgenoteerde peergroup verschilt, verschilt ook de bèta per deelneming.

Proces

Het is aan de deelnemingenteams om een voorzet te doen voor het berekenen van de doelstelling op basis van CAPM. Hieronder wordt voor iedere individuele component van CAPM beschreven hoe deze moet worden berekend.

Stap 1: Risicovrije rente

Hierbij dient een keuze gemaakt te worden tussen de nationaliteit van de obligaties, de looptijd en het gebruik van historische data. Deze keuzes lichten wij hieronder toe.

Nationaliteit staatsobligaties

De staatsdeelnemingenportefeuille bestaat uit Nederlandse ondernemingen, waardoor we kiezen voor het gebruik van de rente op Nederlandse staatsobligaties als inschatting voor de risicovrije rente. Vanuit het perspectief van reguliere beleggers is de rente op Duitse staatsobligaties de beste ('ware') inschatting voor de risicovrije rente voor ondernemingen die voornamelijk actief zijn in de Eurozone. Beleggers percipiëren de Duitse obligaties namelijk als minder risicovol omdat de Duitse staat op dit moment een lagere rente betaalt dan de Nederlandse staat (en de rest van de Eurozone). Aangezien de deelnemingen voor het overgrote deel actief

zijn in Nederland, worden dus niet de Duitse maar Nederlandse staatsobligaties gebruikt.

Looptijd staatsobligatie

De financiële afspraken en doelstellingen met de deelnemingen worden voor meerdere jaren vastgezet. Daarom wordt de 10-jaars Nederlandse staatsobligatie gebruikt. De obligatie met deze looptijd heeft de grootste liquiditeit door het grootste handelsvolume afgezet tegen andere Nederlandse staatsobligaties met een kortere of langere looptijd.

Gemiddelde rente

De renteontwikkeling in het recente verleden is een goede inschatting van hoe de rente zich in de nabije toekomst zal gedragen. Als we een te lange periode zouden hanteren (bijvoorbeeld een gemiddelde van de laatste 10 jaar) dan is de risicovrije rente een minder goede voorspeller voor de toekomstige periode, doordat economische indicatoren fundamenteel gewijzigd kunnen zijn. De keuze voor een spot rate (op basis van één dag) kan tevens een vertekend beeld geven, indien iets bijzonders heeft plaatsgevonden die dag. In onze methodiek bepalen we de risicovrije rente door de gemiddelde rente over de meest recente drie jaar te berekenen.

Stap 2: Bèta

De bèta geeft het risico van een onderneming weer door de volatiliteit van het rendement ten opzichte van een relevante benchmark te meten. Bijvoorbeeld, in hoeverre wijkt het rendement van een Nederlands beursgenoteerde aandeel af van het rendement van de MSCI Developed World Index (een goede indicator van de wereldwijde aandelenmarkt). Bij een bèta van 1 beweegt de koers van het individuele aandeel van de onderneming precies mee met de koers van de index. Een hogere bèta dan één betekent dat het rendement van het beursgenoteerde aandeel meer positief/negatief reageert op positieve/negatieve marktontwikkelingen. Een bèta onder één betekent dus minder bewegelijkheid dan de index. Hoe hoger de bewegelijkheid, hoe hoger het risico dat een belegger in dat aandeel loopt. De bèta wordt voor de staatsdeelnemingen berekend op basis van gegevens van de beursgenoteerde peergroup. Op deze manier kan een inschatting worden gemaakt van het risicoprofiel van de staatsdeelneming en het daarbij passend rendement dat de aandeelhouder mag verwachten ter compensatie voor het gelopen risico op het geïnvesteerde vermogen.

Index ten opzichte van de bèta van de onderneming

De bèta van iedere onderneming uit de peergroup wordt bepaald door een regressie te maken van de bedrijfsrendementen ten opzichte van een index. Voor de staatsdeelnemingen wordt hiervoor de MSCI World Index gehanteerd. Dit is een van de meeste brede aandelenindices van ontwikkelde landen en daarom een goede index om de bèta te berekenen. Een vergelijking tussen de bedrijfsrendementen en een lokale index geeft een vertekend beeld van de volatiliteit van een aandeel (bv. de grote invloed van Shell in de AEX geeft een vertekend beeld van de bèta van ING vergeleken met de AEX).

De bèta wordt bepaald door gebruik te maken van de Modigliani & Miller methodiek. Hieruit volgt dat de correlatie in maandelijkse bewegingen van het aandeel wordt afgezet tegen die van de MSCI World Index over een periode van vijf jaar. Er wordt

geen rekening gehouden met de impact van belastingen. Voor iedere onderneming in de peergroup moet alleen data met statistische significantie worden gebruikt. Dit wordt gemeten via de zogenoemde 'R-squared'. Indien de statistische significantie lager is dan 5%, dan wordt de peer niet meegenomen in de analyse. Het concrete resultaat van deze berekening is dus de Bèta voor iedere individuele onderneming in de peergroup met een statistische significantie van 5% of meer.

Financieringsstructuur

De bèta van iedere onderneming uit de peergroup (β_L) is gebaseerd op de specifieke financieringsstructuur (verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen) van iedere onderneming. Voor de schuldpositie van de deelneming wordt als uitgangspunt de netto schuldpositie gebruikt (totale schuld minus kasgeld). Indien bij deelnemingen de kaspositie niet zonder meer kan worden aangewend voor een aflossing van schuld, dan kan de totale schuld als aanname worden gehanteerd. Omdat de financieringsstructuur voor iedere onderneming verschilt, moet de bèta hiervoor worden gecorrigeerd door toepassing van onderstaande formule:

$$\text{Beta (unlevered)} = \frac{\text{Beta (levered)}}{1 + \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}\right)}$$

Hierdoor ontstaat een bèta die onafhankelijk is van de financieringsstructuur (de unlevered bèta, β_U). Vervolgens wordt deze bèta aangepast aan de *verwachte (doelstelling)* financieringsstructuur van de deelneming. De aanname voor de verwachte financieringsstructuur (Verhouding vreemd vermogen (D) en eigen vermogen (E)) van de deelneming heeft dus invloed op de hoogte van de bèta. Heeft de deelneming geen eigen doelstelling dan wordt de mediaan van de financieringsstructuur van de peergroup gebruikt als inschatting van de verwachte financieringsstructuur.

Binnen ons model hanteren we de aanname dat de financieringsstructuur van de deelneming op termijn gelijk is aan de mediaan van de financieringsstructuur van de peergroup. Er wordt echter wel getoetst of de financieringsstructuur van de deelneming niet significant verschilt van de peergroup. Indien dit wel zo is, wordt er mogelijk deelnemingspecifiek een aanpassing gemaakt. Dit wordt in overleg met de deelneming gedaan.

Stap 3: Marktrisicopremie

Volgend uit onderzoek van KPMG wordt de impliciete marktrisicopremie methodiek gehanteerd zodat het werkelijke rendement van de staatsdeelnemingen af wordt gezet tegen de verwachte marktomstandigheden. De meest recente marktrisicopremie die KPMG op kwartaalbasis rapporteert bedraagt 5,5% per 31 maart 2022. Omdat dit slechts een momentopname is, wordt de uiteindelijke marktrisicopremie berekend door het gemiddelde van deze marktrisicopremies te nemen van de afgelopen drie jaar.

Stap 4: Eindresultaat in Excel voor Bloomberg

Indien bovenstaande acties zijn doorlopen, wordt onderstaande code gebruikt die in Excel in de Bloomberg Terminal kan worden ingevoerd:

- Levered beta: BETA_RAW_OVERRIDABLE

- R² beta: COEF_DETER_R_SQUARED
- Periode om 5 jaars maandelijkse bèta te berekenen:
 - BETA_OVERRIDE_START_DT=2016231
 - BETA_OVERRIDE_END_DT=20211231
 - BETA_OVERRIDE_PERIOD=M
- Benchmark index: MXWO Index
- Marktwaaarde Equity: HISTORICAL_MARKET_CAP
- Marktwaaarde Net Debt: NET_DEBT
- Jaar waarop de marktwaaarde Equity en Net Debt wordt opgevraagd:
EQY_FUND_YEAR=2021

De code die in Excel moet worden ingevoerd om data uit Bloomberg te halen is:
"=BDP(BLOOMBERG TICKER; BETA_RAW_OVERRIDABLE;
BETA_OVERRIDE_REL_INDEX=MXWD Index;
BETA_OVERRIDE_PERIOD=W;BETA_OVERRIDE_START_DT=20161231;
BETA_OVERRIDE_END_DT=20211231; BDP(BLOOMBERG TICKER,"CRNCY"))"