

Financiële beoordeling van investeringsvoorstellen van staatsdeelnemingen

De beoordeling van investeringsvoorstellen van deelnemingen door de minister van Financiën gebeurt aan de hand van een beoordelingskader (voor samenvatting zie bijlage). De basis van de beoordeling is de strategische rationale van de investering. Deze dient aan te sluiten bij het publiek belang dat met de onderneming is gemoeid en bij de strategie van de onderneming.

In ieder geval geldt dat de publieke taak van de onderneming op geen enkele wijze in het geding mag komen. Verder is essentieel dat er sprake is van een gezonde financiële propositie, hetgeen onder meer wil zeggen dat een marktconform rendement wordt behaald. Daarnaast vindt een beoordeling plaats op de andere, gebruikelijke bedrijfseconomische criteria waaronder ook de risico's. De minister van Financiën verzoekt de betrokken deelneming om per criterium de gewenste informatie op te leveren. Aan de hand hiervan wordt een beoordeling van het proces en een inhoudelijke beoordeling van het voorstel gemaakt en volgt al dan niet goedkeuring.

Beoordelingskader investeringsvoorstellen

Proces: aandeelhouder en rvc worden voldoende betrokken

- ✓ **Due diligence onderzoek van deelneming is passend bij de aard van de overname of investering en is vastgelegd in rapporten, de rapporten zijn overgelegd aan de directie Financieringen.** Dit om transparantie richting de aandeelhouder te garanderen.
- ✓ **De raad van commissarissen is voldoende bij de investeringsbeslissing betrokken en heeft mandaat verleend.** Dit zorgt ervoor dat commissarissen voldoende hun toezichhoudende taak vervullen en daarmee ook de verantwoordelijkheid dragen.
- ✓ **Uit ervaring is het effectief gebleken wanneer Financiën door de deelnemingen in een vroeg stadium wordt betrokken bij de investering.** Dit zorgt dat de aandeelhouder sneller een besluit kan nemen over de investering.

Strategische rationale: de reden om te investeren is gerechtvaardigd

- ✓ **De investering past binnen de doelomschrijving van de deelneming in de statuten en de exploitatievergunning (voor zover van toepassing).** Dit omdat een investering in het verlengde moet liggen van het doel van de deelneming. Daarbij wordt dus bezien of er geen sprake is van diversificatie van bedrijfsactiviteiten die nauwelijks tot geen relatie heeft met de kernactiviteiten van de onderneming.
- ✓ **De investering dient het publiek belang van de deelneming.** Het publieke belang van de deelneming is verwoord in de publieke belangenbrief¹. De impact van de investering op het betreffende publieke belang dient overtuigend geanalyseerd te worden.
- ✓ **De investering heeft een positieve netto contante waarde.** De investering moet voldoende rendement opleveren. Om te bepalen of dit het geval is zal van de investering de netto contante waarde berekend worden met een marktconforme discontovoet.
- ✓ **De investering is aantrekkelijker dan alternatieve investeringen of niet investeren.** Aan de hand van deze vraag wordt de noodzaak van de investering bepaald. Dit geldt voor de rationale van de investering ('welke keuze ligt vanuit publiek belang het meeste voor de hand?') en voor de berekende de netto contante waarde van de investering ('welke keuze geeft het beste rendement?').
- ✓ **Het risico m.b.t. staatssteun is aanvaardbaar.** Bureau Juridische Zaken bij het Ministerie van Financiën wordt ingeschakeld om dit risico te toetsen.

Financial forecast en waarderingsmodel: de cijfermatige onderbouwing is realistisch

- ✓ **Audited financial forecast en waarderingsmodel in Excel.** Dit wil zeggen dat de cijfers door een onafhankelijke partij zijn gecontroleerd en dat de waardering van de investering professioneel is opgesteld. Bij grote investeringen is een onafhankelijke "fairness opinion" nodig over de hoogte van de waardering.
- ✓ **Revenue forecasts met voldoende gedetailleerde segmentatie, groei and inflatie per segment in lijn met commercial due diligence (CDD) conclusies (bij overname).** Detailniveau van de Financial forecast en het waarderingsmodel van het bedrijf zijn voldoende. Dit zodat alle waardebepalende factoren ('value drivers') in kaart zijn gebracht. De voorspellingen van de deelneming kloppen met de voorspellingen van onze onafhankelijk adviseur ('commercial due diligence').
- ✓ **Kosten forecasts met acceptabele onderverdeling per cost driver, groei en inflatie per driver in lijn met commercial due diligence conclusies (bij overname).** Zie hierboven.
- ✓ **De strategische rationale is correct gereflecteerd in het financiële model, verwachte synergieën en nieuwe opbrengstmogelijkheden zijn terug te vinden in het model.** Bijvoorbeeld: een krant voorziet in de toekomst dat het aantal digitale lezers zal toenemen en het aantal papieren lezers zal afnemen. Als strategisch uitgangspunt neemt het om de focus van gedrukte kranten naar online informatie services te verleggen. De effecten daarvan op de toekomstige omzet, kosten (lagere marginale kosten) en de vereiste investeringen vooraf moeten allemaal in het financiële model zijn meegenomen.
- ✓ **Acceptabele onderbouwing van de discontovoet gegeven het risicoprofiel van de investering.** De discontovoet moet het risicoprofiel van specifieke investering (en financieringsmix daarvan) weerspiegelen, niet bijv. het risicoprofiel van het gehele bedrijf of dat van de staat.

¹ Tweede Kamer 2008-2009, 28165 nr. 97

- ✓ **Acceptabele berekening van de restwaarde.** De restwaarde van toekomstige kasstromen na de voorspellingsperiode is gebaseerd op realistisch aannames en is onderbouwd.
- ✓ **Acceptabele risico analyse, scenario's gevoeligheidsanalyse in lijn met risico's geformuleerd in commercial due diligence.** De gevoeligheidsanalyse geeft het effect weer dat onzekerheid in de verschillende aannames kan hebben op de uitkomst van het model. De sensitiviteiten stemmen overeen met de conclusies uit het CDD rapport.
- ✓ **Volledige onderbouwing van het voorgesteld bod in financieel model (bij overname).** Het voorgesteld bod moet duidelijk te herleiden zijn uit het waarderingsmodel. Wanneer de prijs hoger ligt dan de geschatte waarde dan moet dit verschil worden onderbouwd. Er wordt bijv. een controlpremie voor een 51% belang of extra rechten betaald of er wordt verwachte synergie ingeprijsd.

Financiering: potentiële effecten en risico's voor onderneming en aandeelhouder zijn acceptabel

- ✓ **Acceptabele impact op dividendstroom, gegeven geraamde dividenden.** Een investering kan bijv. een positieve netto contante waarde (meer rendement in de toekomst) hebben maar op de korte termijn het rendement verlagen.
- ✓ **Acceptabele impact op credit rating, leverage en solvency.** De Nota deelnemingenbeleid schrijft een single A rating voor. Investerings kunnen de bedrijfsmatige en financiële risico's van de deelneming versterken. Single A is de norm omdat een hoog risicoprofiel moeilijk te rijmen is met staatsdeelnemingen gefinancierd met publiek geld.
- ✓ **Financiële impact van een worst case scenario is doorgerekend en uitkomst is acceptabel.** Dat wil zeggen: publieke dienstverlening kan ongestoord worden voortgezet, zonder financiële steun overheid. Kan gezien worden als een objectieve onderbouwing van de bovenstaande criteria.

Governance en exitstrategie

- ✓ **Acceptabele effecten op de governancestructuur (bij overname).** Wat houdt de investering of overname in voor de zeggenschap van de aandeelhouder in de nieuwe situatie?
- ✓ **Exit mogelijkheden zijn voorhanden (met name bij overnames).** Kan een overgenomen bedrijfsonderdeel tegen een acceptabele prijs weer worden verkocht? Kan een investering makkelijk worden teruggedraaid op een later moment?

Regulerings- en politiekrisico (indien van toepassing)

- ✓ **Negatieve effecten van mogelijke wijziging in sectorspecifieke wetgeving of regulering zijn acceptabel en meegenomen in het beslismodel.** Volledige duidelijkheid over het toepasselijke reguleringsregime en bijbehorend toegestaan rendement. Acceptabel risico van verandering van het reguleringsregime.
- ✓ **Negatieve effecten van toekomstige nationale of Europese wetgeving/besluitvorming op de investering zijn meegenomen in het beslismodel.** Financiële impact van een worst case scenario is doorgerekend en de uitkomst is acceptabel. Wat betekent de investering voor de tarieven van eindgebruiker? Beoordeling van mogelijke politieke gevolgen.

Implementatie: de aanpak deugt

- ✓ **Voldoende blijk van bekwaamheid bij het management team.** Procestoets van de personen die verantwoordelijk zijn voor het volbrengen van de investering.
- ✓ **Realistisch implementatieplan.** Procestoets van de planning en draaiboeken die zijn gemaakt voor het succesvol implementeren van de investering.
- ✓ **Optimale mitigatie van de operationele risico's die uit de due diligence naar voren zijn gekomen.** Toets van het implementatieplan aan de hand van geïdentificeerde operationele risico's.
- ✓ **Accountability van het management voor de beslissing, optimale incentives zijn ingebouwd.** Procestoets om te kijken of er mogelijk perverse prikkels aanwezig zijn bij het management bij het nemen van de investeringsbeslissing.