



Handboek Normrendement

Versie V 1.0

Datum
Status Definitief

Colofon

Titel Handboek Normrendement

Auteur(s)

Bijlage(n)

Inlichtingen **Directie Financieringen**

Inhoud

1	Inleiding—7
1.1	Historie—7
1.2	Achtergrond beleid normrendement—7
1.3	Uitgangspunten normrendement—8
1.4	Interne rolverdeling—9
1.5	Leeswijzer— Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
2	Algemene methodiek—10
2.1	Risicovrije rente—10
2.2	Bèta—12
2.3	Marktrisicopremie—14

1 Inleiding

1.1 Historie

In de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2007 is voor het eerst gesproken van een rendementseis om de waarde van de deelnemingen in stand te houden:

Streven naar een efficiënte bedrijfsvoering en een structureel financieel gezonde situatie. Het publiek belang is niet gediend bij een financieel wankele situatie. Om ruimte te houden voor toekomstige investeringen is het noodzakelijk dat deelnemingen minimaal de vermogenskosten terugverdienen. Hantering van dit uitgangspunt betekent dat niet op winstmaximalisatie, maar wel op het ten minste in stand houden van waarde wordt gestuurd. Als vuistregel betekent dit dat de meeste deelnemingen een bescheiden rendement op investeringen van ongeveer drie procent boven het rendement op staatsobligaties moeten realiseren. Dit kan in voorkomende gevallen echter iets lager of hoger zijn al naar gelang het risicoprofiel van de activiteiten van de betreffende deelneming. Ter bewaking van dit uitgangspunt zullen deelnemingen regelmatig en specifiek worden beoordeeld op de prestaties over enkele jaren;

In de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2007 is ook voor het eerst gesproken over een normrendement voor de staatsdeelnemingen:

Zo wordt voor het rendement op investeringen dat van deelnemingen wordt verlangd een rendementseis gehanteerd van ongeveer drie procent boven het rendement op staatsobligaties. Afhankelijk van het risicoprofiel van de betreffende deelnemingen kan dit hoger of lager zijn. Dit blijft maatwerk.

In 2007 was de gemiddelde rente op alle staatsleningen die zijn uitgezet met een looptijd van 10 jaar of meer circa 5% (met een bandbreedte tussen 3,75%-7,5%). Hiermee kregen de staatsdeelnemingen over de gehele portefeuille een normrendement van 8% mee. In de rijksbegroting van 2011 werd de meetbare indicator "Percentage van deelnemingen met een minimum return on equity (RoE) van 8%" geïntroduceerd. In de rijksbegroting van 2014 werd dit gewijzigd in "Percentage van deelnemingen waar de specifieke minimum rendementseis (RoE) wordt gehaald", omdat dit het startpunt was van een herijking van het normrendement op basis van de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013. Voor het eerst was de doelstelling om per staatsdeelneming een ondernemingspecifiek normrendement vast te stellen.

1.2 Achtergrond beleid normrendement

In de nota Deelnemingenbeleid 2013 is het sturen op het waardebehoud van het in staatsdeelnemingen geïnvesteerde maatschappelijke kapitaal aangeduid als een belangrijke pijler. Eén van de bij deze pijler horende instrumenten is het vaststellen van een normrendement passend bij het risicoprofiel van die specifieke deelneming.

De staat als aandeelhouder hecht eraan dat de financiële waarde die een staatsdeelneming representeert wordt behouden, zodat ook volgende generaties daar profijt van kunnen hebben. Dat is ook in het belang van de onderneming en de activiteiten die zij uitvoert, want zonder rendement is de onderneming op langere termijn als zelfstandige vennootschap niet levensvatbaar. De onderneming bouwt

dan geen of te weinig buffers op voor slechte tijden en maakt onvoldoende winst om de nodige investeringen te kunnen doen. Een rendement draagt dus bij aan de continuïteit van de onderneming en draagt daardoor bij aan het borgen van de publieke belangen. Door middel van het normrendement maakt de staat als aandeelhouder aan de onderneming kenbaar welk rendement hij over een langere periode van de onderneming verwacht.

1.3 **Uitgangspunten normrendement**

Op basis van de nota Deelnemingenbeleid 2013 stellen wij de volgende uitgangspunten :

1. Voor het zorgdragen voor het behoud van het in staatsdeelnemingen geïnvesteerde maatschappelijk vermogen ziet de staat als aandeelhouder het als zijn rol om de raad van bestuur en raad van commissarissen te disciplineren in financieel opzicht. Als handvat voor deze financiële disciplinerings stelt de staat een normrendement op per deelneming;
2. Het normrendement is geen "wet" maar input voor een professionele discussie tussen de organen van de vennootschap over de financiële resultaten van de onderneming;
3. Het normrendement is een norm van de staat als aandeelhouder en wordt door de staat vastgesteld. Het normrendement komt in goed overleg met de deelneming tot stand, zodat de deelneming het normrendement kan gebruiken als onderdeel van het businessplan en investeringsvoorstellen;
4. Het normrendement moet een vaste en terugkerende plaats krijgen in de gesprekken met het bestuur en de commissarissen van de deelneming. Zo moet in de AVA (en in kwartaalgesprekken) worden stilgestaan bij het gerealiseerde rendement en hoe dat zich verhoudt tot het normrendement. Indien het gerealiseerde rendement achterblijft, dan is het belangrijk het gesprek te voeren over de achtergronden daarvan en over de maatregelen die de onderneming daarop neemt.
5. Vaststelling van het normrendement gebeurt op basis van een theoretisch, goed uitlegbaar model. Daarbij moet wel het uiteindelijke doel voor ogen worden gehouden: disciplineren van de raad van bestuur en raad van commissarissen t.b.v. behoud van maatschappelijk vermogen. Daarom kunnen naast het theoretische model ook andere variabelen een rol spelen in de vaststellingen van het normrendement, bijvoorbeeld de meerjarige rendementen uit het verleden en/of gemaximeerde rendementen als gevolg van wet- en regelgeving;
6. Het normrendement wordt driejaarlijks herzien;
7. Het normrendement wordt vergeleken met het gemiddeld jaarlijkse gerealiseerde rendement op eigen vermogen (ROE). Tevens wordt het normrendement vergeleken met het gemiddelde ROE over meerdere jaren. Tot slot dient het als basis voor de beoordeling van investeringen (de kostenvoet van het eigen vermogen wordt opgenomen in de berekening van de disconteringsvoet);
8. Aan het normrendement kunnen geen "rechten worden ontleend" door deelnemingen (bijv. met het oog op prijssetting). Anders gezegd: deelnemingen mogen zich niet achter het normrendement verschuilen t.b.v. andere doelstellingen.
9. De publicatie van het normrendement in het jaarverslag Beheer Staatsdeelnemingen kan voor sommige deelnemingen een risico vormen voor de bedrijfsvoering, bijvoorbeeld doordat financiers of concurrenten hierop gaan anticiperen. Om dit risico te beperken en de Tweede Kamer toch inzicht te geven in de afgesproken normrendementen is gekozen deze te presenteren in de vorm

van een bandbreedte. De gerealiseerde rendementen worden wel als één exact cijfer gerapporteerd.

Apart aandachtspunt vormen de investeringen. Het vereist rendement op een specifieke investering hoeft namelijk niet gelijk te zijn aan het vereist rendement voor de onderneming als geheel. Een deelneming kan bijvoorbeeld een investering doen die risicovoller is dan het risicoprofiel van het bedrijf. Dit kan zich voordoen als bijvoorbeeld de gehanteerde kapitaalstructuur afwijkt van die van de deelneming als geheel of dat een investering wordt overwogen in een risicovoller markt dan de thuismarkt van de onderneming (bijvoorbeeld in het geval er sprake is van een investering in het buitenland). Het vaststellen van een normrendement betekent dus niet automatisch dat daarmee een minimale investeringsdrempel wordt vastgesteld voor individuele investeringen. Deze moeten door de aandeelhouder apart worden beoordeeld op basis van hun specifieke risicoprofiel.

1.4

Interne rolverdeling

De dossierhouders van de deelneming zijn verantwoordelijk voor de periodieke bespreking met het bestuur en commissarissen van de onderneming (minimaal jaarlijks) van de realisatie van het rendement. Binnen Financiën zijn de dossierhouders van het kennisgebied verantwoordelijk voor de coördinatie voor de driejaarlijkse herijking van het normrendement. Voor de herijking van het normrendement wordt Bloomberg als bron gehanteerd. Op de server is een Excel sheet beschikbaar met de data uit Bloomberg.

2 Algemene methodiek

De berekening van normrendement is gebaseerd op het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Het 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. Het model bestaat uit drie componenten: (1) risicovrije rente, (2) bèta (volatiliteit van het rendement; wat feitelijk het risico van de betreffende onderneming weerspiegelt) en (3) marktrisicopremie (extra vereist rendement van investeren in aandelenkapitaal bovenop de risicovrije rente). De formule is als volgt: risicovrije rente + bèta * marktrisicopremie. In formule termen:

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

De risicovrije rente en marktrisicopremie zijn voor alle deelnemingen gelijk. Op basis van een vergelijking met andere, soortgelijke ondernemingen wordt het risicoprofiel (bèta) van de deelneming vastgesteld hetgeen resulteert in een normrendement. Hieronder lichten wij de drie componenten verder toe en beschrijven we de gehanteerde aannames.

2.1 Risicovrije rente

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

Nationaliteit staatsobligaties

De staatsdeelnemingenportefeuille bestaat uit Nederlandse ondernemingen, waardoor we kiezen voor het gebruik van de Nederlandse rente op staatsobligaties als inschatting voor de risicovrije rente. Vanuit het perspectief van 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).

Looptijd staatsobligatie

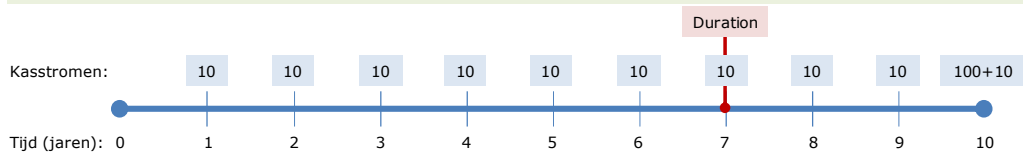
Om vandaag te kunnen beoordelen of een investering of waardering van een onderneming voldoende rendement oplevert in de toekomst worden toekomstige kasstromen teruggerekend naar wat ze op dit moment waard zijn. Het berekenen van de *huidige* waarde van een *toekomstige* kasstroom gebeurt met een discontovoet. Een inschatting van deze discontovoet verschilt voor ieder toekomstig jaar (ter illustratie: de rente op staatsobligaties met een termijn van één jaar is vaak lager dan de rente op staatsobligaties voor tien jaar).

Om praktische redenen wordt in de praktijk met een gewogen gemiddelde van de looptijd van de verzameling aan kasstromen gewerkt (duration) om de discontovoet te berekenen. Deze kasstromen zijn de betalingen aan de houder van de obligatie

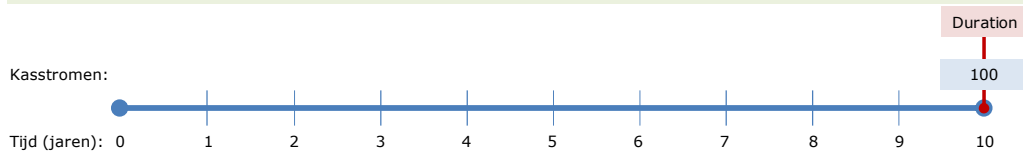
gedurende looptijd van de obligatie en bestaan uit couponbetalingen en het terugbetalen van de geleende som. Door het gebruik van duration (lees: gemiddelde looptijd) schatten we een gemiddelde rente van alle toekomstige jaren. Het doel is om de duration van de risicovrije rente ongeveer gelijk te stellen aan de duration van de kasstromen van de staatsdeelnemingen. We veronderstellen dat de staatsdeelnemingen oneindige kasstromen genereren, wat op een duration van vijftien uitkomt. Deze duration van vijftien jaar is gelijk aan een duration van staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar.

De onderstaande figuur licht toe waarom een obligatie van twintig jaar een duration heeft van vijftien jaar. Het voorbeeld laat zien dat een (reguliere) tienjaars obligatie met tussentijdse couponbetalingen een duration van zeven heeft, terwijl een tienjaars obligatie zonder couponbetalingen een duration van tien jaar heeft. Een obligatie zonder couponbetalingen heeft alleen één betaling in jaar tien en daardoor ook een gemiddelde gewogen looptijd van de (duration) van tien jaar. Andere obligaties, waaronder staatsobligaties, betalen gedurende de looptijd twee keer per jaar een vergoeding. Van al deze kasstromen berekenen we dan het gewogen gemiddelde om tot de duration te komen. Als we dit voorbeeld doortrekken naar een obligatie van twintig jaar dan resulteert dit in een duration van vijftien jaar.

Voorbeeld 1: een obligatie met tussentijdse couponbetalingen



Voorbeeld 2: een obligatie met betaling einde 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, bijvoorbeeld omdat deze vertekend zou worden door de jaren van voor de financiële crisis. De keuze voor een spot rate (op basis van één dag) kan tevens een vertekend beeld geven, indien iets bijzonders heeft plaatsgevonden die dag. De laatste jaren is de rente op (Nederlandse) staatsobligaties gedaald onder invloed van macro-economische schokken en kende daardoor een hoge volatiliteit. Hierdoor is een gemiddelde rente over één jaar, zoals in de vorige periode van het normrendement werd gehanteerd, op dit moment geen goede reflectie van de risicovrije rente¹. In onze methodiek bepalen we de risicovrije rente door de gemiddelde rente over de meest recente drie jaar te berekenen. Dit is in lijn met de methodebesluiten van de ACM.

¹ Duff&Phelps heeft FIN geadviseerd om de volatiliteit van de rente als ijkpunt te nemen om te bepalen of een meerjarig gemiddelde moet worden gehanteerd.

2.2

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. Bij een bèta van 1 beweegt de koers van het aandeel 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 een 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 vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen. 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.

Peergroup van vergelijkbare ondernemingen

In ons proces van het vaststellen van het normrendement vragen we de onderneming om een groep van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen (*peer group*) aan te leveren. FIN verwacht dat iedere staatsdeelneming de volgende analyses meeneemt in de samenstelling van de peergroup:

- Wie zijn de concurrenten van de staatsdeelneming?
- Welke ondernemingen hebben vergelijkbare activiteiten in de andere regio's?
- Welke ondernemingen opereren in dezelfde industrie/sector?
- Wat zijn de karakteristieken van de peers, in termen van:
 - Omvang (omzet, activa en werknemers)
 - Winstgevendheid
 - Financiering
 - Kapitaalintensiteit (bv. investeringsniveau)
 - Eigenaarstructuur

De deelneming wordt gevraagd om de gekozen peers te voorzien van een toelichting waarbij bovenstaande analyses worden meegenomen. Het is vervolgens aan ons als aandeelhouder om te beoordelen of we de peergroup passend vinden of niet.

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. FIN hanteert hiervoor de MSCI World Index. Dit is een van de meeste brede aandelenindex van ontwikkelde landen en daarom een goede index om de bèta te vergelijken. 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 als vergeleken met de AEX).

Periode bèta

Er worden twee veelvoorkomende benaderingswijzen gehanteerd voor de berekening van de bèta: (1) bèta op basis van tweejaars wekelijkse data en (2) bèta op basis van vijfjaars maandelijks data. Voor iedere vergelijkbare onderneming (peer) worden de data gehanteerd die de hoogste zogenoemde 'R-squared' kent. De R-squared geeft een indicatie van statistische significantie. Indien de statistische significantie lager is dan 5%, dan dient de peer niet te worden meegenomen in de

analyse. Dus als de R-squared lager is dan 5%, dan kan die bèta niet fatsoenlijk geschat worden en wordt daarom de peer niet gebruikt.

Financieringsstructuur

De bèta van iedere onderneming uit de peergroup (β_L) is gebaseerd op de financieringsstructuur (verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen) van de specifieke onderneming. Deze bèta corrigeren we door de volgende formule:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t) \times D/E}$$

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) gecorrigeerd voor belastingen (t)) van de deelneming heeft dus invloed op de hoogte van de bèta. Als de deelneming een eigen doelstelling heeft voor de financieringsstructuur wordt deze doelstelling gebruikt voor de berekening 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 peer group. Er wordt echter wel getoetst of de financieringsstructuur van de deelneming niet significant verschilt van de peer group. Indien dit wel zo is, wordt er mogelijk deelnemingspecifiek een aanpassing gemaakt. Dit wordt in overleg met de deelneming gedaan. Voor de schuldpositie van de deelneming wordt als uitgangspunt de netto schuldpositie (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.

Vennootschapsbelasting

Het belastingtarief van de onderneming zelf wordt gehanteerd.

Gebruik Bloomberg codes

De volgende Bloomberg codes zijn gehanteerd:

- Levered beta: BETA_RAW_OVERRIDABLE
- R² beta: COEF_DETER_R_SQUARED
- Periode om 2 jaars wekelijkse beta te berekenen:
 - BETA_OVERRIDE_START_DT=20150101
 - BETA_OVERRIDE_END_DT=20161231
 - BETA_OVERRIDE_PERIOD=W
- Periode om 5 jaars maandelijks beta te berekenen:
 - BETA_OVERRIDE_START_DT=20111231
 - BETA_OVERRIDE_END_DT=20161231
 - BETA_OVERRIDE_PERIOD=M
- Benchmark index: MXWO Index²
- Marktwaaarde Equity: HISTORICAL_MARKET_CAP
- Marktwaaarde Net Debt: NET_DEBT
- Belastingtarief: IS_STATUTORY_TAX_RATE

² Bij Schiphol is MXWO al gebruikt, bij de andere deelnemingen was dit MXWD, vanaf 2019 overal wijzigen in MXWO

- Jaar waarop de marktwaarde Equity, Net Debt en het Belastingtarief wordt opgevraagd: EQY_FUND_YEAR=2016

De code in Excel wordt dan: "=BDP(BLOOMBERG TICKER;
BETA_RAW_OVERRIDABLE; BETA_OVERRIDE_REL_INDEX=MXWD Index;
BETA_OVERRIDE_PERIOD=W;BETA_OVERRIDE_START_DT=20141231;
BETA_OVERRIDE_END_DT=20161231; CRNCY=XXXX)"

De "CRNCY" code wordt vanaf 2019 geïmplementeerd om rekening te houden met de verschillende valutakoersen. Waarbij XXXX → =BDP(BLOOMBERG TICKER,"CRNCY")

2.3 Marktrisicopremie

De marktrisicopremie is het verwachte additionele rendement bovenop de risicovrije rente dat een belegger kan realiseren door te investeren in aandelen in plaats van de risicovrije rente. De marktrisicopremie wordt vermenigvuldigd met de bèta om het marktrisico van de deelneming te meten.

Financiën hanteert voor de marktrisicopremie 5% op basis van een onderzoek dat door D&P is uitgevoerd. De marktrisicopremie is niet direct waarneembaar in de markt. Bij de berekening van deze premie spelen onder meer de herkomst van de data (bv. Verenigde Staten versus wereldwijd) en de tijdspanne (bv. over de laatste 60 of 100 jaar) een invloedrijke rol. Verschillende onderzoeken kunnen derhalve ook tot verschillende uitkomsten leiden, en dat zagen wij ook terug in de onderzoeken waarmee de deelnemingen de marktrisicopremie in de vorige evaluatieronde onderbouwden. Omdat voor alle benaderingen theoretisch iets te zeggen valt, hebben wij Duff & Phelps gevraagd naar hun inschatting van de marktrisicopremie. Zij komen uit op 5%.