

28 165 Deelnemingenbeleid Rijksoverheid

Nr. 466 Brief van de minister van Financiën

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 24 september 2025

TenneT Duitsland, dochter van staatsdeelneming TenneT Holding (hierna: TenneT), beheert een groot deel van het Duitse elektriciteitsnet op land en op zee. Als gevolg van een omvangrijke investeringsagenda vanwege de energietransitie heeft TenneT Duitsland een grote kapitaalbehoefte. In september 2024¹, december 2024², april 2025³, mei 2025⁴, juni 2025⁵ en augustus 2025⁶ heb ik u geïnformeerd dat het kabinet een deelname van private investeerders in TenneT Duitsland als de beste structurele oplossing voor deze kapitaalbehoefte ziet. Private investeerders brengen dan eigen vermogen in om de kapitaalbehoefte van TenneT Duitsland structureel in te vullen. Daardoor hoeft de Nederlandse staat geen publiek geld bij te storten.

Ik heb, samen met TenneT, gekozen voor een onderhandse uitgifte aan Norges Bank Investment Management (de beheerder van het Noorse staatsoliefonds, hierna: Norges), APG (een Nederlandse pensioenuitvoerder) en het Singaporese staatsinvesteringsfonds GIC. De onderhandse uitgifte minimaliseert zoveel mogelijk de negatieve financiële en budgettaire gevolgen voor de Nederlandse staat, zorgt voor een marktconforme prijs, behoudt grotendeels de bijdrage aan de Nederlandse publieke belangen en houdt de governance van TenneT werkbaar. Daarom heb ik namens de Nederlandse staat, als aandeelhouder van TenneT, goedkeuring gegeven aan de onderhandse uitgifte door TenneT Duitsland. Vandaag heeft TenneT de transactiedocumentatie met Norges, APG en GIC ondertekend. Na de ondertekening moet aan een aantal opschortende voorwaarden worden voldaan voordat de transactie kan worden geïmplementeerd. Ik verwacht dat dit in de eerste helft van 2026 zal zijn.

De Duitse staat heeft aangegeven geïnteresseerd te zijn in een minderheidsbelang in TenneT Duitsland. Ik sta hier positief

¹ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 429.

² Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 443.

³ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 447.

⁴ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 448.

⁵ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 462.

⁶ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 464.

tegenover. De komende tijd zal ik benutten om, samen met TenneT en de private investeerders, met de Duitse staat in gesprek te gaan over hun eventuele deelname. Ik streef er naar u rond de jaarwisseling hierover te informeren.

Deze brief gaat in op de volgende onderdelen:

1. Aanleiding
2. Keuze deelname private investeerders
3. Budgettaire consequenties

1. Aanleiding

TenneT Duitsland heeft een grote investeringsagenda vanwege de energietransitie. Deze investeringsagenda resulteert in een kapitaalbehoefte. Het kabinet heeft in eerdere brieven gedeeld dat het een deelname van private investeerders in TenneT Duitsland als de beste structurele oplossing voor de Duitse kapitaalbehoefte ziet. De financiële en budgettaire gevolgen van het volledig behouden van TenneT Duitsland wegen niet op tegen het volledige behoud van de bijdrage aan het publieke belang. Hiervoor zijn twee zaken doorslaggevend: (i) het kabinet heeft niet de voorkeur om Nederlands belastinggeld te benutten voor de activiteiten van TenneT Duitsland en (ii) de bijdrage aan het publieke belang kan voor een groot gedeelte behouden blijven, omdat TenneT voorlopig de grootste aandeelhouder van TenneT Duitsland zal blijven en daarmee zeggenschap in TenneT Duitsland zal behouden.

TenneT heeft het afgelopen jaar twee opties voorbereid om private investeerders toe te laten treden tot TenneT Duitsland:

- *Onderhandse uitgifte:* Hiermee verkrijgt een private investeerder of verkrijgen meerdere investeerders een belang in TenneT Duitsland.
- *Beursgang:* Hiermee verkrijgen beleggers aandelen van TenneT Duitsland via de beurs.

De onderhandelingen over de onderhandse uitgifte zijn afgerond en de financiële adviseurs van TenneT hebben een inschatting gegeven van het potentiële succes van een beursgang. Samen met TenneT heb ik de opties vervolgens getoetst aan de criteria die ik in de brief van september 2024⁷ en opvolgende brieven met u heb gedeeld:

- *Minimalisatie mogelijke negatieve financiële en budgettaire gevolgen Nederlandse staat*
- *Marktconforme prijs*

⁷ Kamerstukken II 2024-2025, 28 165, nr. 429.

- *Behoud bijdrage aan de Nederlandse publieke belangen*
- *Werkbare governance*

De onderhandse uitgifte voldeed aan deze criteria en we hebben beoordeeld dat deze optie beter aan de criteria voldeed dan een beursgang. In hoofdstuk 2 licht ik dit verder toe. Hoofdstuk 3 gaat in op de budgettaire consequenties.

2. Keuze deelname private investeerders

2.1. Criterium 1: Minimalisatie mogelijke negatieve financiële en budgettaire gevolgen Nederlandse staat

De kapitaalstortingen zijn nodig om de kredietwaardigheid (*credit rating*⁸) van TenneT Duitsland op peil te houden.

Kredietbeoordelaars bepalen deze *credit rating* door te kijken naar bepaalde financiële ratio's. Bij de onderhandse uitgifte is € 8,5 miljard aan kapitaal nodig (de kapitaalbehoefte) om de financiële ratio's op peil te houden. De investeerders hebben toegezegd tot € 9,5 miljard te willen storten en voorzien daarmee in de volledige kapitaalbehoefte inclusief een buffer van € 1,0 miljard. Deze buffer verkleint het risico dat de Nederlandse staat zich genoodzaakt ziet om publiek geld bij te storten. Door toetreding van deze private investeerders is de Nederlandse staat niet meer alleen *lender of last resort*.

Voordat de private investeerders verplicht zijn tot het doen van stortingen, moeten eerst enkele opschortende voorwaarden worden vervuld. Zo moet de Duitse energietoezichthouder (Bundesnetzagentur) bevestigen dat de transactie in overeenstemming is met de regels voor het gesplitste eigendomsmodel van TenneT Duitsland ('*unbundling*'). Dit is gebruikelijk bij dergelijke transacties. Pas na het vervullen van alle opschortende voorwaarden wordt de transactie definitief en zal de eerste storting plaatsvinden. Dit zal naar verwachting in de eerste helft van 2026 zijn. In de Rijksbegroting staat een reservering van € 7,3 miljard voor TenneT Duitsland. Omdat de private investeerders de gehele kapitaalbehoefte hebben toegezegd, kan de reservering volledig vrijvallen als de transactie definitief is.

Tot slot heeft de Duitse staat in juli 2025 haar interesse bevestigd in een deelname in TenneT Duitsland in het geval van een onderhandse uitgifte. Dit is in lijn met het coalitieverdrag tussen de Duitse partijen CDU, CSU en SPD. Ik, TenneT en de drie private investeerders staan hier positief tegenover. De Duitse staat moet voor een deelname uiteraard de benodigde goedkeuringen verkrijgen. Mocht de Duitse staat toetreden dan wordt het risico dat de Nederlandse staat zich genoodzaakt ziet bij te storten nog verder afgebouwd.

Als ik dit afweeg tegen een beursgang, dan constateer ik dat een beursgang minder goed voldeed aan dit criterium dan de onderhandse uitgifte. Bij een beursgang zag het basispad er goed uit. Het was aannemelijk dat in oktober 2025 een substantieel bedrag zou kunnen worden opgehaald en dat de rest van de

⁸ Zoals eerder met u gedeeld wordt bij TenneT Duitsland, in lijn met andere Duitse netbeheerders, gestuurd op een minimale credit rating van BBB.

kapitaalbehoefte in toekomstige jaren kon worden ingevuld via de beurs of andere instrumenten. Maar of dit daadwerkelijk het geval zou zijn geweest zou afhankelijk zijn van marktomstandigheden en de ontwikkeling van TenneT Duitsland. Indien het was gelukt om het benodigde kapitaal voor 2025 en 2026 op te halen bij een beursgang, dan was de reservering op de Rijksbegroting voor 2025 niet meer nodig. De reservering in de Rijksbegroting van € 4,3 miljard voor 2027 en 2028 had echter moeten blijven staan tot de volledig kapitaalbehoefte was opgehaald.

2.2. Criterium 2: Marktconforme prijs

De prijs is tot stand gekomen via een marktconform biedingsproces. Marktpartijen hebben via een openbare uitnodiging kennis genomen van dit proces. Vervolgens is met geïnteresseerde partijen informatie gedeeld op basis waarvan zij een niet-bindend bod konden doen. Daarna is onderhandeld met de private investeerders over de prijs en voorwaarden van deelname. Aanvullend is door een onafhankelijke waarderingsexpert (KPMG) een *fairness opinion* afgegeven over de prijs. Op deze manier kan de staat er zeker van zijn dat er een marktconforme, eerlijke prijs is ontvangen voor de uitgifte van de nieuwe aandelen.

De overeengekomen waardering voor de aandelen in TenneT Duitsland betreft € 10,4 miljard per 31 december 2025⁹ (aandeelhouderswaarde) en staat vast zodra de transactiedocumentatie is getekend.¹⁰ Deze aandeelhouderswaarde wordt gebruikt om vast te stellen wat de relatieve waarde is van het minderheidsbelang dat verkregen wordt door de investeerders. Om tot de waarde van de gehele onderneming te komen, moet de schuld hierbij worden opgeteld. De totale ondernemingswaarde van TenneT Duitsland wordt dan, gegeven dat TenneT presteert zoals is geprognosticeerd, geraamd op circa € 40 miljard. Ter referentie, TenneT heeft de Duitse activiteiten in 2010 verworven door de overname van het Duitse Transpower. De ondernemingswaarde was destijds € 885 miljoen.

Als ik dit afweeg tegen een beursgang, dan constateer ik dat de aandelenprijs van de onderhandse uitgifte binnen de bandbreedte

⁹ Dit is het vroegste moment dat een onderhandse uitgifte volledig tot afronding kan komen. Bovendien kan per 31 december 2025 ook de ondernemingswaarde beter worden ingeschat.

¹⁰ Het totale toegezegde kapitaal van € 9,5 miljard storten de investeerders niet in één keer, maar in fases. De eerste storting is naar verwachting in de eerste helft van 2026. Tot de daadwerkelijke stortingen wordt TenneT Duitsland meer waard. Om deze waardestijging te reflecteren is overeengekomen dat de aandeelhouderswaarde met 8% per jaar stijgt.

viel die door de adviseurs van TenneT was afgegeven voor een beursgang.

Kader - Toelichting financiële kerncijfers

De waarde van een bedrijf (ondernemingswaarde) bestaat uit de waarde van het eigen vermogen (aandeelhouderswaarde) en de schuld. Met het eigen vermogen en de schuld worden de activiteiten gefinancierd. Als een bedrijf relatief veel schuld heeft ten opzichte van het eigen vermogen, wordt het bedrijf door kredietbeoordelaars als risicovoller gezien. Dit leidt doorgaans tot een lagere kredietwaardigheid van het bedrijf (*credit rating*). Omdat TenneT Duitsland de komende jaren veel moet investeren, moet het veel schuld aantrekken. Om de kredietwaardigheid op peil te houden, moet daarom ook het eigen vermogen worden versterkt. In totaal heeft TenneT Duitsland de komende jaren naar verwachting minimaal € 8,5 miljard extra eigen vermogen nodig om de kredietwaardigheid op peil te houden. Dit noemen we de kapitaalbehoefte.

De investeerders hebben toegezegd tot € 9,5 miljard te willen storten. Dat is dus meer dan nodig en daarmee is er een buffer voor het geval de investeringsagenda toeneemt. Dit bedrag wordt toegevoegd aan het bestaande eigen vermogen van TenneT Duitsland. Met de investeerders is onderhandeld om te bepalen wat de waarde van het bestaande eigen vermogen is. Deze overeengekomen waarde betreft € 10,4 miljard per 31 december 2025. Als de investeerders € 9,5 miljard in één keer zouden storten, zou de totale waarde van het eigen vermogen € 19,9 miljard per 31 december 2025 zijn.

Om te bepalen hoeveel aandelen de investeerders in ruil voor hun storting krijgen, wordt gekeken naar hoe groot hun aandeel is in de totale waarde van het eigen vermogen. Als alles op 31 december 2025 zou worden gestort, betreft dit € 9,5 gedeeld door € 19,9 miljard en komt dit uit op 48%. Echter, de investeerders storten het bedrag niet in één keer op 31 december 2025, maar in delen de komende jaren. Tot de daadwerkelijke stortingen wordt TenneT Duitsland meer waard. Om deze waardestijging te reflecteren is overeengekomen dat de aandeelhouderswaarde met 8% per jaar stijgt. Hierdoor komt de totale waarde van het eigen vermogen hoger uit en het uiteindelijke aandelenbelang van de investeerders dus lager, op naar verwachting circa 46% na de laatste storting.

Zoals hierboven beschreven bestaat de waarde van TenneT Duitsland (ondernemingswaarde) uit de waarde van het eigen vermogen (aandeelhouderswaarde) en de schuld. Een aandeelhouderswaarde van € 10,4 miljard correspondeert met

een ondernemingswaarde van circa € 40 miljard per 31 december 2025.

2.3. Criterium 3: Behoud bijdrage aan de Nederlandse publieke belangen

Om de bijdrage aan het Nederlandse publieke belang te behouden zijn TenneT Nederland en TenneT Duitsland contracten voor de voortzetting van de samenwerking aangegaan met beperkte beëindigingsmogelijkheden. Een van deze contracten ziet op het voortzetten van de samenwerking ten aanzien van het offshore 2GW programma. De private investeerders zijn bekend met deze contracten. TenneT blijft bovendien de grootste aandeelhouder van TenneT Duitsland, waardoor het tot op zekere hoogte kan sturen op het behoud van het Nederlandse publieke belang. Grensoverschrijdende synergiën zijn daarnaast primair geborgd via wet- en regelgeving en blijven dus ook behouden zonder organisatorische integratie.

Als ik dit afweeg tegen een beursgang, dan constateer ik dat bij een beursgang de publieke belangen in gelijke mate behouden zouden worden.

2.4. Criterium 4: Werkbare governance

De drie private investeerders verkrijgen gezamenlijk een belang van circa 46% na storting van het kapitaal over de komende jaren. Met deze drie gerenommeerde investeerders kan gezamenlijk het aandeelhouderschap op een professionele wijze worden ingevuld. TenneT zal, op basis van de huidige kapitaalbehoefte, in beginsel een belang van circa 54% in TenneT Duitsland behouden. Zolang TenneT meer dan 25% van de aandelen bezit, blijft TenneT vetorechten behouden op belangrijke beslissingen van het bedrijf. TenneT heeft in de afgelopen periode al voorbereidingen getroffen om de transactie straks daadwerkelijk te kunnen implementeren, o.a. aanpassingen in de corporate governance, benoemen van nieuwe bestuurders en invoeren van een aangepast beloningsbeleid.

Als ik dit afweeg tegen een beursgang, dan constateer ik dat bij een beursgang TenneT als verreweg de grootste aandeelhouder veel invloed op TenneT Duitsland zou hebben gehad. Echter, ik constateer ook dat de invloed van de staat op TenneT Duitsland daarentegen minder direct zou zijn geweest dan bij een onderhandse uitgifte en de staat van TenneT en de raad van commissarissen van TenneT Duitsland afhankelijk zou zijn geweest om invloed uit te oefenen.

3. Budgettaire consequenties

Tabel 1 bevat een overzicht van alle reserveringen voor TenneT Duitsland die momenteel in de Rijksbegroting zijn opgenomen. De komende begrotingsmomenten zullen er naar verwachting een aantal reserveringen vrijvallen. Deze vrij te vallen middelen zijn niet kaderrelevant en niet EMU-saldorelevant waardoor er bij vrijvallen geen budgettaire ruimte onder het kader ontstaat.

Tabel 1 – Overzicht financiering TenneT Duitsland in de Rijksbegroting

€ mld.	Relevant voor			2025	2026	2027	2028	2029 e.v.
	EMU-saldo	Uitgaven kader	EMU-schuld					
Tijdelijke financiering								
Leningsfaciliteit ¹¹	Nee	Nee	Ja	€ 12,8	€ 11,0	-	-	-
Rente inkomsten	Ja	Nee	Ja	€ 0,6	€ 1,1	€ 1,3	€ 1,4	€ 1,4
TenneT Duitsland: <i>last resort</i> maatregel								
Kapitaalstorting	Nee	Nee	Ja	€ 3	-	€ 2,15	€ 2,15	-

De structurele oplossing voor TenneT Duitsland is geïmplementeerd op het moment dat de transactie volledig is afgerond. Dat is naar verwachting in de eerste helft van 2026. De opbrengst van de transactie wordt gebruikt om de kapitaalbehoefte van TenneT Duitsland in te vullen. Omdat de private investeerders de gehele kapitaalbehoefte hebben toegezegd, is deze ingevuld en kan de reservering op de Rijksbegroting van € 7,3 miljard dan vrijvallen.

De tijdelijke lening voor TenneT Duitsland voor 2026 kan na de afronding van de transactie ook deels vrijvallen. Deze valt deels vrij, omdat TenneT begin 2026 nog wel gebruik zal maken van de lening. Indien de lening vrijvalt, zullen ook de rente inkomsten worden aangepast. Ik zal deze aanpassingen naar verwachting in de Voorjaarsnota 2026 verwerken.

Het kan zijn dat het langer duurt de transactie volledig af te ronden, omdat de onder 2.1. genoemde opschortende voorwaarden nog niet zijn vervuld. In dat geval kan TenneT mogelijk niet aan de liquiditeitseisen van de kredietbeoordelaars voldoen. De leningsfaciliteit voor TenneT Duitsland zal dan nog voor een beperkte tijd moeten worden verlengd en verhoogd. Mijn verwachting is dat deze goedkeuringen zullen worden verkregen.

¹¹ Een deel van de lening 2025 wordt gebruikt voor de tijdelijke financiering van TenneT Nederland.

Mocht er tegen de verwachtingen in geen goedkeuring voor de transactie worden verkregen, dan zal ik uiteraard kijken welke maatregelen nodig zijn om de kredietwaardigheid van TenneT te behouden. Voor beide gevallen geldt dat ik uw Kamer tijdig zal informeren, de budgettaire gevolgen voor de Rijksbegroting zoveel mogelijk zal proberen te beperken en uiteraard de geldende begrotingsprocessen zal volgen.

Resumerend zie ik dit als goed nieuws voor TenneT, de belastingbetaler en het stroomnet. Ik zal uw Kamer op de hoogte houden van eventuele ontwikkelingen.

De minister van Financiën,
E. Heinen