



Groenfondsen: de markt en het milieu

Auteur(s):

Scholten, L.J.R.

Vakgroep algemene economie van de Universiteit van Amsterdam. Dit artikel is gebaseerd op L.J.R. Scholten, *De ontgroening van de fiscale groenfondsen. Een tussentijdse evaluatie van de Regeling Groenprojecten*, Universiteit van Amsterdam, september 1997.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4139, pagina 132, 13 februari 1998

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

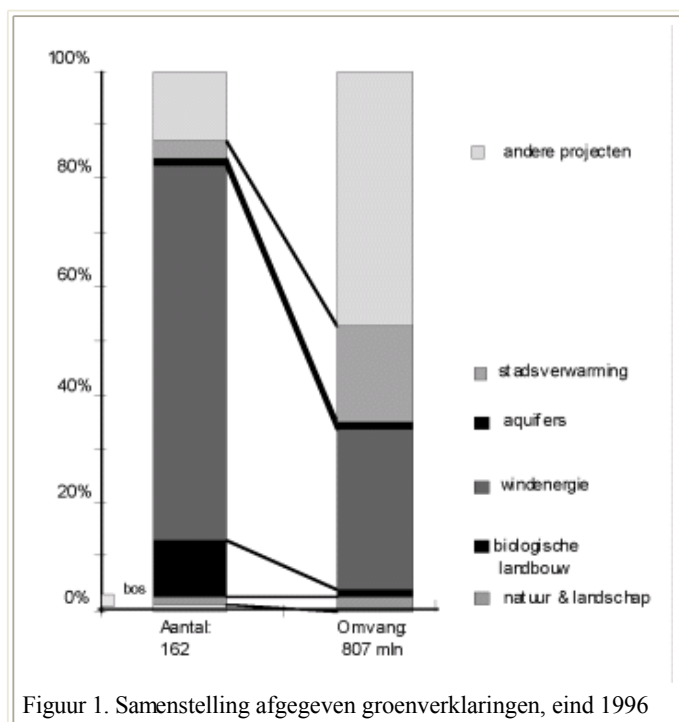
financiële, markten, aandelen, milieu

Sinds januari 1995 bestaat de 'Regeling Groenprojecten'; een fiscale stimulans voor het beleggen in milieuvriendelijke projecten. Een beeld van de markt voor groene beleggingen.

In de zomer van 1994 is op initiatief van enkele leden van de Tweede Kamer (Vermeend, Melkert, Van der Vaart) de Regeling Groenprojecten tot stand gekomen ¹. De faciliteit houdt in dat de opbrengsten uit beleggingen van een zogenaamde 'Groene Instelling' vrij zijn van inkomstenbelasting. Een Groene Instelling is een door het ministerie van Financiën aangewezen instelling die zich richt op beleggen in daartoe aangewezen groenprojecten. Een Groene Instelling mag ook in niet-groene projecten beleggen, maar doet ze dit met meer dan 30% van de tegoeden, dan wordt over deze opbrengssten extra belasting geheven. Een soort boete om ervoor te zorgen dat de instellingen voor meer dan 70% groen beleggen.

De Regeling Groenprojecten gaat ervan uit dat de duurzaamheid van de samenleving gediend is met het beschermen van het milieu, het stimuleren van biologische voedselproductiemethoden, het zuiniger omgaan met energie en grondstoffen en het investeren in milieuvriendelijke energie. Daarom wil de overheid dat spaarders en beleggers hun geld inzetten voor milieuvriendelijke investeringen en dat door het beschikbaar komen van 'goedkoper' geld milieuvriendelijke keuzen gaan maken.

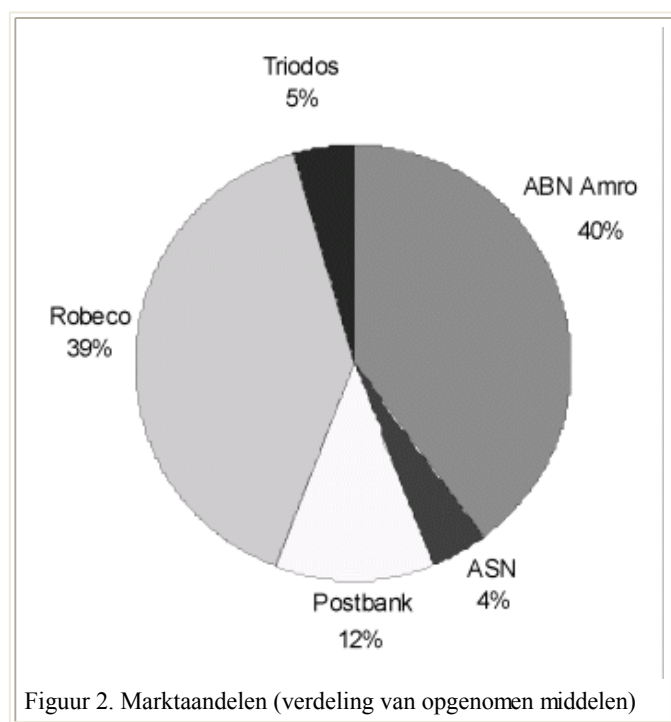
figuur 1 geeft inzicht in de door de minister van VROM afgegeven groenverklaringen (tot eind 1996) ². Dat waren er in totaal 162, terwijl de omvang van de ermee gemoeide projecten f 807 mln bedroeg. Uit de linkerkolom blijkt duidelijk dat de meeste groenprojecten betrekking hadden op windenergie, gevolgd door de categorie 'andere projecten' en biologische landbouw. Uit de rechterkolom blijkt dat de 'andere projecten' de grootste omvang hadden: bijna de helft van alle groenprojecten valt in deze categorie. Op grote afstand volgt windenergie met bijna een derde van het totaal beschikbaar gestelde bedrag.



Figuur 1. Samenstelling afgegeven groenverklaringen, eind 1996

Alleen kredietinstellingen en beleggingsinstellingen komen in aanmerking voor de status Groene instelling. Aldus wordt bereikt dat de Nederlandsche Bank toezicht uitoefent. Momenteel zijn er zeven Groene Instellingen: zes beleggingsinstellingen en één bank. Beleggingsinstellingen zijn het ABN Amro Groen Fonds, het ASN Groenprojectenfonds, het Groenrente Fund van Robeco (de beleggingen hiervan worden verzorgd door Groen Management, een joint venture van Robeco Groep en Rabobank Nederland) en drie fondsen van de Triodos Bank: het Biogroend Beleggingsfonds, het Groene Beleggingsfonds en het Windfonds. De Groene instellingen van de ASN Bank en die van de Triodos Bank stellen additionele eisen aan de groenprojecten. De enige groene bank is Postbank Groen. Postbank en Rabo/Robeco geven de inleggers van 'groen' geld een vaste rentevergoeding (ca. 3 tot 4%; afhankelijk van de looptijd van de inleg). De anderen bieden een belegging aan.

Tot en met het eind van het afgelopen boekjaar werd door de Groene instellingen voor een bedrag van f 1,1 mrd ontvangen van het publiek. [figuur 2](#) geeft weer hoe deze middelen over de instellingen verdeeld zijn (de drie groene beleggingsinstellingen van de Triodos Bank - Biogroend, Groene Beleggingsfonds, Windfonds - zijn samengevoegd). Als je zou willen spreken over een 'markt' voor groenprojecten, dan zijn ABN Amro en Rabo/Robeco marktleiders. Zij lijken er voornamelijk in geslaagd te zijn de meeste 'groene' middelen uit te zetten. Opmerkelijk is dat de groene financiers van het eerste uur (ASN en Triodos) slechts een bescheiden marktaandeel hebben. Maar dit aandeel is aanzienlijk groter dan hun aandeel op de totale spaar- of beleggingsmarkt, namelijk ruim 1% resp. bijna 0,1%. Het relatief hoge marktaandeel van ASN en Triodos vloeit voort uit hun keuze om zich te richten op de financiering van mens- en milieuvriendelijke economische activiteiten. De marktaandelen van ABN Amro en Rabo/Robeco zijn zo omvangrijk omdat zij beschikken over een zeer brede klantenbasis in het Nederlandse bedrijfsleven. Postbank Groen lijkt hierbij achter te blijven. Ter vergelijking, de binnenlandse kredietverlening van de drie grootbanken bedroeg in 1996 naar schatting bijna f 500 mrd (85% van de totale binnenlandse kredietverlening). Van die f 500 mrd namen ABN Amro en Rabobank elk zo'n 35% voor hun rekening en ING- het financiële conglomeraat waartoe Postbank Groen behoort - ongeveer 30%. In het afgelopen jaar zijn de meeste fondsen weer (tijdelijk) opengesteld voor nieuwe inleggingen. Naar schatting heeft dit ruim een half miljard gulden aan nieuwe groene middelen opgeleverd.



De prijs vangroen beleggen

Wat levert de Regeling Groenprojecten de spaarders en beleggers op? In de eerste plaats hopelijk een betere kwaliteit van de leefomgeving. In de tweede plaats hoopt de rekeningnemer natuurlijk ook op een bepaalde financiële vergoeding.

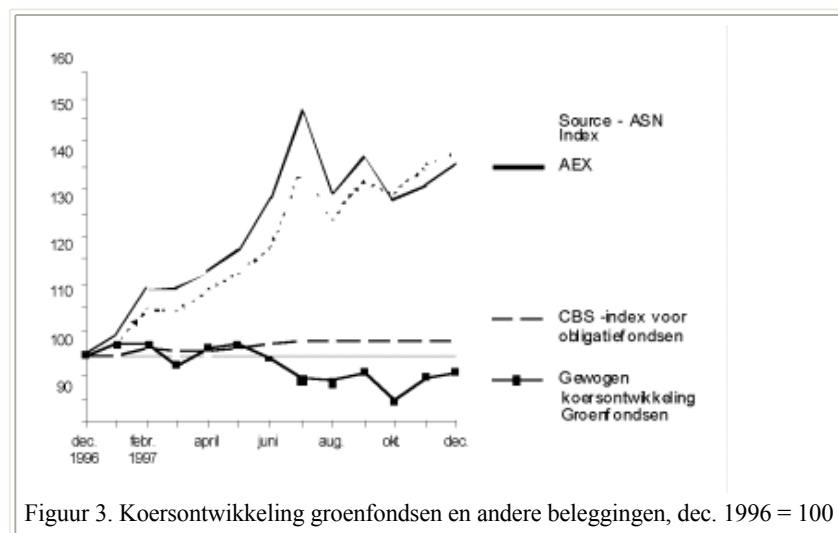
De financiële opbrengst voor de spaarders en beleggers in Groene Instellingen (rente, dividend) is vrijgesteld van inkomstenbelasting. Dat betekent dat het bruto rendement identiek is aan het netto rendement. Bij een analyse van de opbrengst moet een onderscheid gemaakt worden tussen sparen en beleggen. Groen sparen kan vergeleken worden met het voor lange termijn vastzetten van gelden. Groen sparen leverde in de beschouwde periode ongeveer 3,5% rente op. Het spaartarief op termijnspaarrekeningen (vijf jaar vast) bedroeg gemiddeld 4,8%. Uitgaande van een spaarder die de rentevrijstelling van f 1.000 al heeft opgesoupeerd en die 50% inkomstenbelasting betalen moet op de genoten rente, is het spaarrendement op groen sparen 3,5% en dat op traditioneel sparen 2,4%. Groen sparen was in de beschouwde periode dus financieel aantrekkelijker in vergelijking met traditioneel sparen.

Voor de groene belegger geldt een ander verhaal. Het beleggingsrendement is samengesteld uit het dividend- en het koersrendement. Het dividendrendement wordt belast volgens het tarief op de inkomstenbelasting (f 1.000 dividend is belastingvrij). Koersrendement is onbelast. Het dividendrendement van de groenfondsen was in de beschouwde periode gemiddeld zo'n 3%; het koersrendement was 14%. Het dividendrendement van groenfondsen week nauwelijks af van dat van veel andere beleggingsinstellingen. Dat betekent dat groen beleggen wat betreft het dividendrendement in 1996 aantrekkelijker was dan niet-groen beleggen, omdat de niet-groene belegger inkomstenbelasting over dividend moet betalen.

Maar de 'groene' koersen stijgen in 1996, terwijl ze in 1997 gemiddeld dalen. Bij een vergelijking van het koersrendement is het probleem een goede vergelijkingsmaatstaf te kiezen. De AEX-aandelenindex steeg in 1996 bijvoorbeeld met 33%; de koersindex van langlopende staatsleningen daarentegen steeg met slechts 2%. Als we de beleggingsresultaten van de groenfondsen vergelijken met de (internationale) Source-ASN-index voor belegging in aandelen van bedrijven die aan bepaalde milieucriteria voldoen - en die dus ook als een 'groene belegging' zouden kunnen worden aangemerkt - blijven de groenfondsen ook achter. De Source-ASN-index steeg in 1996

namelijk met 28%. De groenfondsen zijn echter qua risicoprofiel riskanter dan staatsleningen, maar veel minder riskant dan aandelen: de inkomsten van de groenfondsen bestaan voor ruim 90% uit rente-opbrengsten.

figuur 3 toont het koersverloop van de AEX, van de CBS-obligatie-index en van een naar omvang gewogen gemiddelde van de groenfondsen (excl. Groenrente Fund en Postbank Groen) van december 1996 tot en met december 1997³. De koersontwikkeling van de groenfondsen is in deze periode vergelijkbaar met die van staatsobligaties, maar hun beweeglijkheid is aanzienlijk groter.



Figuur 3. Koersontwikkeling groenfondsen en andere beleggingen, dec. 1996 = 100

Samengevat, de groene spaarder was in financieel opzicht gemiddeld beter uit dan de niet-groene spaarder; de groene belegger behaalde netto gemiddeld een hoger dividendrendement maar een veel lager koersrendement dan de niet-groene belegger. Een vergelijking tussen groen sparen en groen beleggen volgens de Regeling Groenprojecten is problematisch. Aan beleggen kleven immers meer risico's dan aan sparen. Voor het verantwoord vergelijken van rendement en risico van beide vormen zijn nog onvoldoende gegevens beschikbaar.

Groenprojecten

De exploitanten van de groenprojecten krijgen door de Regeling Groenprojecten een rentevoordeel dat soms opliep tot drie procentpunt in vergelijking met conventionele financiering. Dat grote voordeel ontstond deels doordat sommige partijen onder grote druk stonden om hun opgenomen groene middelen weer uit te zetten, i.v.m. het eerdergenoemde 70%-criterium. Recentelijk zijn de tarieven voor groenprojecten weer wat gestegen en is het rentevoordeel teruggelopen tot zo'n 1,5 à 2 procentpunt. Op jaarbasis betekent het rentevoordeel zo'n f 15 tot 18 mln aan lagere financieringskosten voor de exploitatiemaatschappijen van groenprojecten. Bij een rendement (rente, dividend) van gemiddeld 3,5% 'kost' deze regeling de fiscus ongeveer twintig miljoen gulden uit hoofde van gedeerde inkomstenbelasting. Vorig boekjaar kreeg de fiscus echter f 9 mln binnen doordat enkele fondsen niet aan het 70%-criterium konden voldoen. Daarnaast vertalen lagere financieringskosten van de bedrijven zich in een hoger bruto resultaat, wat extra vennootschapsbelasting met zich mee kan brengen. Een aantal exploitatiemaatschappijen van groenprojecten - o.a. de energiebedrijven - is evenwel (nog) niet vennootschapsbelastingplichtig⁴.

Hoe zijn de middelen verdeeld over de verschillende soorten groenprojecten en welk groenfonds is waar actief? Ruim driekwart van de middelen is tot nu toe beschikbaar gesteld in de categorie energie. Warmte-krachtkoppeling, warmtedistributie (o.a. stadsverwarming, verwarming glastuinbouw) en windenergie zijn daarbinnen de belangrijkste toepassingen. In de biologische landbouw wordt zo'n 5% gestopt, terwijl duurzaam bouwen en natuurprojecten elk goed zijn voor 3%. Maar er bestaan zeer grote verschillen tussen de zeven Groene Instellingen. Twee fondsen stoppen al hun middelen in energie: ABN Amro Groen Fonds doet vooral aan warmtedistributie en windenergie; het Windfonds heeft uitsluitend windenergieprojecten. Ook Postbank Groen doet meer dan gemiddeld aan energieprojecten. Dat geldt tevens voor het ASN Groenprojectenfonds, maar dit fonds heeft ook een substantieel deel van de portefeuille in duurzaam bouwen gestoken. Biogroen zit volledig in de biologische landbouw. Het Groene Beleggingsfonds legt het zwaartepunt bij duurzaam bouwen en natuurontwikkeling. Het Groenrente Fund is vertegenwoordigd in de meeste categorieën en is van alle fondsen het sterkst gespreid. Maar ook bij dit fonds ligt de nadruk op duurzame energiewinning en warmte-distributie.

Uit de verslaggeving van de Groene instellingen valt helaas niet af te lezen welke milieu-effecten de Regeling Groenprojecten teweeg gebracht heeft. Slechts incidenteel wordt melding gemaakt van de bespaarde energie of van de verminderde uitstoot van schadelijke stoffen. Hoeveel natuur en bos beschermd wordt, welke energiebesparing optreedt, hoeveel zuiniger met grondstoffen omgegaan wordt, enz., blijkt niet uit de rapportages. De Regeling Groenprojecten gaat er van uit dat de duurzaamheid van de samenleving gediend is met het beschermen van het milieu, het stimuleren van biologische voedselproductiemethoden, het zuiniger omgaan met energie en grondstoffen en het investeren in de exploitatie van milieuvriendelijke energiebronnen. De eisen die gelden aan het afgeven van de groenverklaring zijn zodanig geformuleerd dat gepoogd wordt dit tot stand te brengen. Momenteel kan echter geen systematische en adequate beoordeling plaatsvinden van de milieuprestaties. Dit lijkt te pleiten voor een meer dwingende vorm van specifieke - met name resultaatgerichte - milieuverlaggeving en voor integratie van de milieuverlaggeving in de financiële rapportage. Het doel hiervan is het vergroten van de transparantie van de groenfondsen. Transparantie van de activiteiten van de groenfondsen is in het belang van de overheid, de exploitanten van groenprojecten en van de spaarders/beleggers. De rationele groene belegger wil niet alleen inzicht in het financiële resultaat, maar ook in het effect op duurzaamheid. Zonder dit inzicht kan geen goede afweging plaatsvinden bij de allocatie van de 'groene' middelen in de economie. De overheid behoeft het inzicht om te beoordelen of de resultaten opwegen tegen de gedeerde belastinginkomsten

1 Zie de brochure Groen Beleggen van het ministerie van VROM en de Belastingdienst, Den Haag, 1997.

2 Ministeries van VROM, Financiën en LNV, Jaarverslag Groen Beleggen, 1995 en 1996, Den Haag, 1997. Inmiddels is het aantal groenverklaringen aanzienlijk hoger, evenals het bedrag. Gedetailleerde gegevens zijn echter nog niet beschikbaar.

3 Data ontleend aan jaarverslagen van de Groene instellingen, ASN Bank, Hollandse Koopmansbank en CBS, Maandstatistiek Financiën.

4 Zie: L.J.R. Scholtens, De Regeling Groenprojecten: effecten op de opbrengsten van inkomsten - en vennootschapsbelasting, Openbare Uitgaven, 1997, blz. 254-261. 4. Zie: L.J.R. Scholtens, De Regeling Groenprojecten: effecten op de opbrengsten van inkomsten - en vennootschapsbelasting, Openbare Uitgaven, 1997, blz. 254-261.