

---

Vergaderjaar 2010–2011

---

**32 500**

**Nota over de toestand van 's Rijks financiën**

**H**

**BRIEF VAN DE STAATSSECRETARIS VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Eerste Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 12 november 2010

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen van 9 november jl. heeft u verzocht de informatie rondom de heffingskortingen in box 3 die naar de Tweede Kamer wordt gestuurd eveneens met u te delen. Graag voldoe ik middels deze brief aan dat verzoek.

De staatssecretaris van Financiën,  
F. H. H. Weekers

## **Bijlage informatie rondom heffingskortingen box 3**

### **Afschaffing heffingskortingen box 3**

Onderstaand treft u een verslag aan van de bespreking die heeft plaatsgevonden met de NVB en LTO Nederland. Zoals toegezegd aan de heer Dijkgraaf wordt vervolgens een reactie gegeven op de scriptie «Is there a trade-off between social responsibility and financial performance?» van Ashnie Poellie. Ten slotte wordt ingegaan op de financiële prestaties van de duurzame spaar- en beleggingsmarkt.

#### *Verslag bespreking NBV en LTO*

Zoals in het wetgevingsoverleg van maandag 8 november jl. is toegezegd, hebben mijn ambtenaren op donderdag 11 november jl. overleg gevoerd met de Nederlandse Vereniging voor Banken (hierna: NVB) en LTO-Nederland over het kabinetsvoornemen tot afschaffing van de heffingskortingen voor maatschappelijke beleggingen en beleggingen in durfkapitaal en eventuele alternatieven hiervoor. Bij dit overleg waren tevens afvaardigingen van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie en van het Ministerie van Infrastructuur en Milieu aanwezig. In het overleg is voornamelijk gesproken over de argumenten waarom de NVB en de LTO geen voorstander zijn van het voorgenomen beleid en de door hen ingebrachte alternatieven.

Met betrekking tot de gevolgen voor de markt van het volledig afschaffen van de heffingskortingen, of al dan niet sprake is van overstimulering van de markt en of en in hoeverre de markt overeind blijft als de voorgenomen maatregel wordt doorgevoerd, blijft een verschil van mening bestaan. De NVB en LTO voorzien verregaande gevolgen voor met name de projecteigenaren. De NVB verwacht dat banken zich door het vervallen van de heffingskortingen gedwongen zullen zien hogere rentes in rekening te brengen in de orde van grootte van de weggevalen heffingskorting. Tegelijkertijd zullen ook de beleggers en spaarders een minder hoog rendement halen op hun spaargeld en beleggingen, als het fiscale voordeel bij dat rendement in aanmerking wordt genomen. Dit zal volgens de NVB tot een forse uitstroom van ingelegde gelden leiden.

Zoals het voordeel bij de faciliteiten voor groen, sociaal-ethisch en cultureel beleggen bij zowel de beleggers/spaarders, de banken als bij de projecteigenaren neerslaat, zo zal naar mijn mening ook het nadeel van het wegvallen van de heffingskorting door alle partijen worden opgevangen. Naar mijn mening is de markt inmiddels dusdanig volwassen<sup>1</sup> dat volledige fiscale stimulering niet langer nodig is. De voorgestelde halvering van de fiscale stimulering kan door de markt opgevangen worden omdat ook zonder de heffingskortingen nog goede rendementen worden gehaald op de markt en dus ook goede rendementen voor de beleggers/spaarders en goede provisies voor de banken te behalen zijn.

Door de NVB en LTO-Nederland is een alternatief naar voren gebracht waarbij de onderhavige heffingskortingen grotendeels in stand zouden blijven. Daarbij wordt een deel van de financiering gehaald uit de onderuitputting die thans in de EIA, de MIA en de Vamil optreedt. Zoals ik al in het wetgevingsoverleg van maandag 8 november jl. heb aangegeven, kan geen sprake zijn van het inzetten van deze onderuitputting als financiering. Deze conjuncturele onderuitputting moet worden gereserveerd voor de onvermijdelijke conjuncturele overschrijding die volgt. Deze meerjarige budgetrealisatie geldt op expliciet verzoek van uw Kamer. Deze moet voorkomen dat een of meer van de regelingen voortijdig moet

<sup>1</sup> Dit wordt onderschreven in het rapport van de vereniging voor beleggers voor duurzame ontwikkeling: Duurzaam sparen en beleggen in Nederland 2009, blz. 19.

sluiten, zoals in het verleden is gebeurd, en verschaft de gebruikers van de investeringsregelingen daardoor meer (investerings)zekerheid. Van alternatieve dekking vanuit deze incidentele gelden kan derhalve geen sprake zijn. In het overleg is dan ook aangegeven dat voor welk alternatief dan ook een randvoorwaarde is dat de geraamde opbrengst ervan moet zijn gebaseerd op een daadwerkelijke versobering/beperking en structurele financiering. Dit door bijvoorbeeld in de EIA, de MIA en de Vamil in de grondslag keuzes te maken (welke bedrijfsmiddelen komen in aanmerking) of de aftrekpercentages te reduceren. Desgevraagd gaf LTO-Nederland aan dat het structureel verlagen van de de EIA, de MIA en de Vamil wat hen betreft in elk geval geen bespreekbare optie zou zijn.

Het alternatief dat door de NVB en LTO-Nederland naar voren is gebracht, acht ik, naast het feit dat financiering uit de onderuitputting van de EIA, de MIA en de Vamil niet mogelijk is, ook niet opportuun. Er wordt namelijk ingezet op een geleidelijke inperking van het ingelegde vermogen door de criteria voor het verstrekken van groen-, sociaal ethische of cultuurverklaringen aan te scherpen. Het blijft een openeinderegeling. Elke investering die aan de criteria voldoet mag worden gehonoreerd. De markt voor fiscaal gefaciliteerd duurzaam sparen en beleggen is in de afgelopen 10 jaar gegroeid van € 1,3 mrd. in 1999 naar € 7,9 mrd. in 2009<sup>1</sup>. Het geleidelijk binnen deze kabinetsperiode inperken van de markt tot € 5 mrd. inleggelden kan enkel met zekerheid geschieden indien Agent-schapNL (dat de verklaringen uitgeeft) stopt met het verstrekken van verklaringen wanneer een grens is bereikt. Deze grens zal op een bepaald percentage van de gekozen grens, bijvoorbeeld € 5 mrd., liggen. De banken zullen dan de instroom van vermogen op hun portefeuille aan groene, sociaal-ethische en culturele beleggingen moeten monitoren en in de praktijk in voorkomende gevallen beleggings- of spaarproducten na enige tijd moeten sluiten. Slechts het stellen van strengere criteria bij een regeling met open of gesloten einde karakter leidt in de praktijk tot een te hoog risico op forse kostenstijgingen. Dit risico wordt vanwege het openeindekarakter beleidsmatig niet automatisch als overschrijding geredresseerd, waardoor de bezuiniging niet veilig is gesteld. Overigens was hierbij niet duidelijk op welke wijze men de criteria zou willen inperken en welk effect dit op de portefeuille zou hebben. Ook is er geen zicht op de administratieve regels en verplichtingen die nodig zouden zijn om een en ander te laten functioneren. Door (het risico op het) voortijdig moeten sluiten als gevolg van een hard plafond, worden opnieuw situaties gecreëerd die juist zijn getracht te beëindigen door bijvoorbeeld in de EIA, de MIA en de VAMIL een langjarige stabilisering in te bouwen. Het vroegtijdig sluiten van de EIA, de MIA en de VAMIL stuitte in de markt op veel weerstand.

Dit alles overziend ben ik tot op heden niet overtuigd dat er een beter alternatief bestaat voor het afschaffen van de onderhavige heffingskortingen en houd ik vast aan de thans voorliggende plannen.

#### *Reactie op scriptie*

De scriptie «Is there a trade-off between social responsibility and financial performance?» geeft interessante inzichten in het verband tussen de rendementen die institutionele beleggers (in Europa en de VS) halen en de mate waarin zij sociaal verantwoord investeren («Socially Responsible Investing», afgekort als «SRI»). Om het bestaan van de afruil tussen beide te onderzoeken, hanteert deze studie de volgende hypothese: «sociaal verantwoordelijke investeerders zijn minder winstgevend dan conventionele investeerders». De mate waarin een institutionele belegger sociaal verantwoord investeert, wordt in de scriptie vastgesteld aan de hand van de informatie die de institutionele belegger geeft op zijn website. De

---

<sup>1</sup> Rapport van de vereniging voor beleggers voor duurzame ontwikkeling: Duurzaam sparen en beleggen in Nederland 2009, bijlage 1.

conclusie van de auteur luidt dat de hypothese bevestigd kan worden door haar onderzoek.

De «underperformance hypothese» zou verklaard kunnen worden, aldus de auteur, door het feit dat sociale investeerders relatief weinig investeren in financieel aantrekkelijke activa als gevolg van eigen restricties en preferenties in beleggingsbeleid. Bijvoorbeeld het niet willen beleggen in winstgevende sectoren als petrochemie, regulier bankwezen of bio-industrie. Een andere verklaring zou zijn dat sociale beleggers relatief veel investeren in financieel minder aantrekkelijke activa, omdat ze niet alleen gedreven zijn door economische rationaliteit, maar ook door ideële motieven.

De conclusie wordt door de auteur op een aantal punten genuanceerd:

- Het onderzoek beslaat de periode 2001–2009. Maar voor de periode van 2007–2009 is het negatieve effect sterk minder of zelfs verwaarloosbaar, afhankelijk van de methode waarop het rendement wordt vastgesteld;
- de manier waarop de mate van sociaal verantwoord investeren is vastgesteld is erg subjectief, en is ook niet objectief vast te stellen, aldus de auteur. Dit betekent dat de gegevens vertekend of overdreven kunnen zijn («this study cannot guarantee that the information on their websites is truly objective and that they are generating their revenues only by investing in a socially responsible way.»);
- de steekproef is ook onvoldoende groot om al te sterke conclusies te trekken over het onderzochte verband, waardoor het onderzoek meer moet dienen als startpunt voor een verdergaand onderzoek («as a consequence of these limitations, the conclusion drawn from this study does not give a full insight into the overall question whether social investors are less profitable or not. However, in this perspective the results can be used as framework for further research.»).

Daarnaast wil ik nog opmerken dat het onderzoek is gericht op institutionele beleggers wereldwijd, en niet op de particuliere beleggers of de fondsen voor maatschappelijke beleggingen of culturele beleggingen op de Nederlandse markt. De conclusies van deze scriptie laten zich derhalve niet eenvoudig vertalen naar de markt waarover wij het nu hebben. De conclusie dat «groen beleggen» in alle gevallen minder rendabel is dan regulier beleggen is mij te prematuur. Dit blijkt ook uit ander onderzoek en andere publicaties zoals hierna zal worden toegelicht.

Ik wil de auteur overigens complimenteren met deze scriptie. Zij geeft blijk van sterk conceptueel inzicht en uitstekende beheersing van relevante statistische methoden en de Engelse taal.

#### *Financiële prestaties duurzame spaar- en beleggingsmarkt*

De informatie uit het onderzoek is voor mij geen aanleiding om het voorgestelde beleid aan te passen. In de laatste periode is het verschil in rendement van de internationaal onderzochte fondsen niet meer significant. Voor zover het verschil bestaat, kan het voorts worden toegeschreven aan het sociale (niet financiële) rendement dat beleggers aan SRI-beleggingen ontleen. Dat houdt niet in dat door een fiscale faciliteit het negatieve verschil in financieel rendement zou moeten worden overbrugd. Beleggers accepteren dus een lager financieel rendement. Dit laatste blijkt overigens ook expliciet uit de evaluatie groen beleggen.<sup>1</sup> Hierdoor is er naar mijn mening geen reden om de dubbele fiscale stimulering te handhaven.

---

<sup>1</sup> Exclusief het fiscale voordeel neemt de spaarder/belegger genoegen met een rendement dat circa 1,7% lager is dan vergelijkbare spaar/beleggingsproducten.

De rendementen en het investeringsvolume in de markt van duurzame sparen en beleggen zijn in mijn beleving zeer goed ontwikkeld. Uit de recente publicatie «Duurzaam beleggen kost geen rendement» van Morningstar<sup>1</sup> blijkt dat over een periode van vijf en tien jaar de rendementen tussen duurzame en reguliere beleggingen vrijwel in de pas lopen. Wat opvalt aan het risico is, dat standaarddeviaties voor duurzame beleggingsfondsen over de gehele linie hoger zijn dan niet-duurzame aandelenfondsen: zowel over 3,5 als over 10 jaar. Duurzame fondsen kennen een wat grilliger koersverloop. Een wat minder grote spreiding en grotere posities in risicovollere groeiaandelen zijn hiervoor de verklaring. Kijkend naar de cijfers concludeer ik dat duurzaam beleggen geen rendement hoeft te kosten, maar tot nu toe wel een iets hoger risicoprofiel kende.

In het onderstaande overzicht staan de gerealiseerde rendementen van groene, sociaal ethische en culturele fondsen. In de publicaties van deze fondsen wordt het rendement vergeleken met een fonds (benchmark) met vergelijkbaar risico/rendementsprofiel. In een dergelijke vergelijking is (op langere termijn) de volledige fiscale faciliteit nodig om het rendementverschil te compenseren. De benchmark maakt de belegging qua risico/rendementsprofiel dan wel vergelijkbaar maar ligt qua absoluut niveau wel hoog. Zo is het rendement van de benchmark over de laatste drie jaar 8,6%. De vraag is of een dergelijk hoog rendement een fiscale faciliteit van 2,5% nodig maakt. Het plaatst de discussie over het forfaitaire rendement in box 3 van 4% in een ander daglicht. De rendementen van fondsen steken ook gunstig af tegen algemene aandelenfondsen en zijn ten minste vergelijkbaar met sparen of staatsobligaties.

#### Rendementen (exclusief fiscaal voordeel)

	1 jr	3 jr gem.	5 jr gem.
ASN groenfonds	3,43%	3,59%	2,13%
ASN sociaal ethisch fonds	5,83%	4,75%	3,86%
Triodos Groenfonds	2,9%	4,2%	2,2%
Triodos Cultuurfonds	6,1%	5,7%	
Triodos Sociaal ethisch fonds	11,2%	7,8%	6,6%
Citigroup Neth Gov Bond 5-7 jaar	9,0%	8,6%	5,2%
Een groot Algemeen beleggingsfonds	14,32%	-7,44%	-1,15%

Bron: website Triodus, ASN, algemeen beleggingsfonds

Ook voor zover geld wordt aangetrokken in de vorm van spaargeld kunnen aantrekkelijke rendementen worden geboden, die inclusief het fiscale voordeel 1,5% à 2% hoger rendement oplevert dan een gewone spaarrekening. Op de website van de ING-bank wordt de volgende vergelijking gemaakt:

#### Vergelijking

	Groen Spaardeposito		Spaarrekening	
	Rendement	Bedrag	Rendement	Bedrag
Rente	1,5%	€ 225	2%	€ 300
Vermogensrendementsheffing	Geen	-	-1,2%	- € 180
Belastingkorting	1,3%	€ 195	Geen	-
Totaal nettorendement	2,8%	€ 420	0,8%	€ 120

<sup>1</sup> Morningstar Inc. 13-09-10, Morningstar is een mondiale leverancier van onafhankelijk beleggingsonderzoek.

<sup>2</sup> Rob Bauer (ABP Vermogensbeheer en Universiteit Maastricht) en Kees Koedijk (Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit Maastricht). 2002.

Voorts verwijst ik graag naar onderzoek van Unimaas en EUR<sup>2</sup> waarin wordt geconcludeerd dat Duurzame fondsen, over de gehele periode

bekeken, duidelijk afwijken van niet-duurzame fondsen wat beleggingsstijl betreft, maar de prestaties van de duurzame fondsen niet blijken af te wijken van de niet-duurzame fondsen.