
De windmolenhandel van Raedthuys & Partners

Gepubliceerd op vrijdag 17 december 2004

Door [Anton Greefhorst](#)

Investeren in een zwaar verliesgevend windmolenproject kan alleen met steun van de fiscus nog wat opleveren.

Op de site van Raedthuys & Partners is informatie te vinden over haar nieuwste windmolenproject. Op de desbetreffende pagina geeft de eerste paragraaf aan hoe aantrekkelijk dit project is:

"Leef van de wind en investeer in dit windenergieproject van Raedthuys & Partners B.V.. Naast een aantrekkelijk financieel rendement van 19,46%¹ gemiddeld per jaar heeft u de mogelijkheid een bijdrage te leveren aan de vergroting van het aandeel duurzame energie in de totale Nederlandse energiehuishouding. Dus ook een uitstekend milieurendement!" Dit klinkt te mooi om waar te zijn.

Te mooi om waar te zijn

Achter de 19,46% staat nog '1'. Dat is geen tikfout maar verwijst naar de kleine lettertjes helemaal onderaan de pagina. Daar staat te lezen: "Het rendement is berekend over het netto geïnvesteerd vermogen op basis van de gemiddeld enkelvoudige rendementsmethode bij een effectief inkomstenbelastingtarief van 52%." Dat is echter niet alles. De 19,46% is niet meer dan het resultaat van een groot aantal aannames en het nodige rekenwerk. De uiteindelijke uitkomst zal dan ook ongetwijfeld anders zijn. Daarnaast is de wijze waarop de berekening is uitgevoerd op zijn minst discutabel. De 19,46% is een opgeblazen rendement en het is zinvol om er wat lucht uit te laten lopen.

Het project

Voor beleggers zijn 1371 participaties (12.500 euro per stuk) beschikbaar om deel te nemen in de maatschap. Daarmee is het eigen vermogen van de maatschap ruim 17 miljoen euro. De maatschap heeft een lening afgesloten van 25 miljoen euro, waarna voor 41 miljoen euro van Groenraedt BV een windmolenpark is gekocht. Gedurende de komende vijf jaren wordt het windmolenpark geëxploiteerd door de maatschap. Dat zijn financieel gezien geen vrolijke jaren. Elk jaar wordt namelijk een fors verlies gemaakt. Na de vijf jaar wordt het park waarschijnlijk voor 12 miljoen euro terugverkocht aan Groenraedt BV. We schrijven 'waarschijnlijk' omdat aan Groenraedt BV voor dat bedrag een optie is verleend. Vindt de verkoop daadwerkelijk tegen die prijs plaats, dan krijgt de belegger naar verwachting 1300 euro uitgekeerd. Dat komt neer op een verlies van 90% in vijf jaar. Dit enorme verlies kan echter worden goedge maakt door de fiscus.

Het fiscale voordeel

De fiscus laat 55% van de investering en de verliezen aftrekken van het belastbaar inkomen. Daarbij betreft de investering niet de 12.500 euro, maar het totale investeringsbedrag naar rato van de inleg. Door de lening van de maatschap is het totale investeringsbedrag per participatie veel groter dan de 12.500 euro, namelijk bijna 31.000 euro. Dat resulteert in een belastingaftrek van 17.000 euro en in een

teruggave van ongeveer negen duizend euro het jaar daarop. De jaren daarna zijn de fiscale douceurtjes geringer; ze variëren tussen de 886 euro en 1.821 euro. Kortom, de fiscus buigt - als men maar veel belasting betaalt - het enorme verlies om tot een winst: 19,46% volgens Raedthuys & Partners BV. Bij die berekening mag een kanttekening worden geplaatst.

De berekening

Bij de berekening van Raedthuys & Partners BV. Wordt vreemd genoeg niet uitgegaan van de inleg van 12.500 euro, maar van de 12.500 euro verminderd met het belastingvoordeel in het jaar 2005:

$\text{inleg} = 12500 - 8934 = 3566$

Vervolgens worden de jaren daarop 7.056 euro ontvangen. Dat is een procentuele winst van 98% ($7056/3566$) en dat komt neer op 19,46% per jaar.

Bij onze berekening wordt wel uitgegaan van de echte inleg van 12.500 euro:

$\text{inleg} = 12500$

Vervolgens worden de jaren daarop 16.129 euro ontvangen. Dat is een procentuele winst van 29% ($16.129/12.500$) en dat komt op bijna 6% per jaar.

Door het trucje van Raedthuys & Partners BV wordt het rendement dus opgeblazen van 6% naar 19.46%.

Lage aankoopprijs

De maatschap (de beleggers) kopen voor 40 miljoen van Groenraedt BV een windmolenpark en verkopen dat waarschijnlijk na 5 jaar terug aan dezelfde partij voor 12 miljoen euro. Dat is belangenverstrengeling. Een lage aankoopprijs en een hoge verkoopprijs is het belang van de belegger. Het belang van Groenraedt BV (dochter van Raedthuis Holding) is juist een hoge aankoopprijs en een lage verkoopprijs. Bij een dergelijke belangenverstrengeling is het dan ook gewenst dat de belegger kan nagaan of de aankoopprijs van 40 miljoen een redelijke bedrag is. Een verklaring van een onafhankelijke derde omtrent de waarde van het park is dan ook gewenst. Een dergelijke verklaring is echter afwezig. We moeten dus zelf rekenen.

In de zeer uitgebreide documentatie van Raedthuys & Partners BV worden vreemd genoeg weinig woorden vuil gemaakt aan de de windmolens zelf. Aan de hand van een tabel leren we dat het gaat om windmolens van Vestas van het type V47, V52 en/of V90. Ergens anders lezen we dat het zeven windmolens betreft en op een andere plaats valt via een omweg te achterhalen wat de aantallen van deze drie typen zijn. Over het vermogen - zowel totaal als per molen - hebben wij niets kunnen vinden. De schatting is dan ook grof. We schatten dat de turbines tussen de 1,5 en 2,5 miljoen Euro kosten. Dat komt neer op een totaal investeringsbedrag van tussen de tien en twintig miljoen euro. Een aankoopbedrag van veertig miljoen euro lijkt dan niet bepaald een koopje voor de belegger.

Koopje

Naar verwachting wordt na vijf jaar het park voor twaalf miljoen euro teruggekocht; dat is maar 30% van de aankoopprijs. Ook over hoogte van dit bedrag is geen verklaring aanwezig, zodat wij ook hier weer zelf moeten rekenen. Daar een windmolen 15 tot 20 jaar meegaat, is het verdedigbaar dat het totale investeringsbedrag in 15 jaar wordt afgeschreven. In vijf jaar komt dat neer op 33%, zodat we een bedrag van rond de 25 miljoen euro zouden verwachten; twaalf miljoen

lijkt dan ook een koopje.

De lage verkoopprijs is ook op een andere manier te illustreren. Het park levert ongeveer 4,5 miljoen euro per jaar aan opbrengsten (verkoop stroom) op. Wordt de investering van twaalf miljoen euro in tien jaar afgeschreven, dan zijn de totale jaarlijkse kosten (afschrijvings- en exploitatiekosten) ongeveer 1.5 miljoen Euro. Dat resulteert in een winst van drie miljoen euro per jaar op een investering van slechts twaalf miljoen euro. De koper zit dan ook op rozen en de belegger op de doornen. Voor dit project geldt dan ook: veel wind, weinig te malen.

Conclusie

Dit project is zwaar verliesgevend; in vijf jaar wordt 90% van het door de beleggers opgebrachte kapitaal opgebrand. De reden daarvan ligt in een zeer hoge aankoopprijs van het park gecombineerd met een zeer lage verkoopprijs van het park vijf jaar later. Verkoper en koper van het park zijn in beide gevallen Groenraedt BV, een zusje van initiatiefnemer Raedthuys & Partners. Dit project levert voor Raedthuys & Partners dus geen windeieren op.

Voor de belegger is de situatie anders. Door de financiële stimuleringsmaatregelen van de overheid het enorme verlies - voor de belegger die in de hoogste belastingsschijf valt - naar verwachting toch nog worden omgebogen in een winstje.

Reactie

Directeur M. Bovenmars laat in een reactie weten dat de participatie 'van € 12.500 leidt tot een gegarandeerde belastingaftrek in box 1 van € 17.000. Over deze belastingaftrek zijn bindende afspraken gemaakt de belastingdienst, die zijn vastgelegd in een vaststellingsovereenkomst.'

Ook wijst hij er op dat de gebruikte methode voor de berekening van het rendement uitgebreid beschreven staat in het prospectus. "Het netto geïnvesteerd vermogen wordt berekend door het deelnamebedrag van € 12.500 per participatie te verminderen met de contante waarde van de belastingbesparing over 2004. Het netto geïnvesteerd vermogen is dat deel van de investering dat voor langere tijd in de maatschap geïnvesteerd blijft en waarover de investeerder ondernemersrisico loopt. De berekening van het rendement over dit deel van de investering is dan ook alleszins reëel", aldus Bovenmars. "De belastingbesparing wordt immers reeds kort na het moment van investeren gerealiseerd in 2005. De investeerder heeft dit deel van de investering dan weer tot zijn beschikking en kan dit voor andere doeleinden aanwenden. Van het opblazen van rendement is in het geheel geen sprake."

Voorts wil hij graag kwijt dat de fiscus het investeerders toestaat om 55% van de investering in het windenergieproject af te trekken door toepassing van de energieinvesteringsaftrek (EIA). "Dat door het aantrekken van vreemd vermogen een leverage (hefboomeffect) effect ontstaat, is uiteraard ook bij de belastingdienst bekend. Met de belastingdienst is afgesproken dat het vreemd vermogen maximaal 60% van het totaal in het windenergieproject te investeren bedrag uitmaakt. Berekening van de EIA over de aanschaffingskosten van de activa volgt gewoon uit de wet."

Tenslotte wijst Bovenmars er op dat in het prospectus precies de relatie wordt uitgelegd tussen Raedthuys en Groenraedt en dat de methode van snelle afschrijving en de economische levensduur is afgestemd met de belastingdienst en eveneens vastgelegd in de vaststellingsovereenkomst.

Overigens zijn alle participaties in dit project inmiddels verkocht en is de inschrijving gesloten.

Deze column is gebaseerd op een door Stichting Bijsluiterscore uitgevoerd onderzoek. Deze stichting onderzoekt wekelijks een beleggingsfonds of een ander financieel product.