

# Een vermogenswinstbelasting kost miljarden en geeft welvaartsverlies

Box 3 moet op de schop en de discussie richt zich voornamelijk op de keuze tussen een vermogensaanwas- en vermogenswinstbelasting. Wat betekenen beide systemen voor de belastingopbrengsten, portefeuillekeuzes en de welvaart?

## IN HET KORT

- Een vermogenswinstbelasting veroorzaakt miljarden euro's transitiederving, een vermogensaanwasbelasting doet dat niet.
- Uitstel van winstneming verlaagt effectieve belastingtarieven en verstoort beleggingskeuzes ten gunste van risicovolle activa.
- Een vermogensaanwasbelasting voorkomt welvaartsverliezen en beïnvloedt de vermogensopbouw nauwelijks.

## BAS JACOBS

Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam

De regering stelt voor om in box 3 een vermogensaanwasbelasting (vab).. in te voeren op alle beleggingen, behalve onroerend goed, waar een vermogenswinstbelasting (vwb) wordt voorgesteld. Een parlementaire meerderheid wil echter, zodra dit kan, overal een vwb invoeren. Daarnaast stellen critici, waaronder VNO-NCW (2026), dat een vwb tot meer vermogensopbouw zou leiden, waardoor de belastingopbrengsten zelfs zouden kunnen toenemen. Het parlement en de critici oordelen echter te snel. In dit artikel onderbouw ik kwantitatief dat een vab is te prefereren boven een vwb in termen van belastingopbrengsten, doelmatigheid, vermogensopbouw en welvaart (Jacobs, 2026).

### Effectieve tarieven onder een vwb

Een vwb levert voor de belegger een fiscaal voordeel op ten opzichte van een vab. Door verkoop van aandelen uit te stellen kan een belegger rendement behalen over het stuk vermogensaanwas, dat zonder uitstel zou zijn wegbelast. Dat fiscale voordeel kan worden gekwantificeerd (Auerbach, 1991).

Stel, een belegger koopt een aandeel of onroerend goed. Hij verkoopt zijn aandeel of onroerend goed op een toekomstig tijdstip  $T$ . Het vermogensbestanddeel kan direct dividend (of huurinkomsten) geven, maar ook waardevermeerdering van het aandeel (of van het onroerend goed). Het dividend en de waardevermeerdering zijn constant en gelijk aan, respectievelijk,  $d$  en  $g$  per jaar. De MSCI World Index van aandelen in ontwikkelde landen geeft een historische

waardevermeerdering van (nominaal) 7 procent en een dividendrendement van 2 procent. Nederlandse schattingen voor onroerend goed geven 4 procent waardevermeerdering en 3,5 procent huurrendement. Het enige verschil tussen de vab en vwb is de *timing* van belasting op de waardevermeerdering; dividenden worden in beide stelsels jaarlijks belast. Onder een vab wordt de jaarlijkse vermogensaanwas direct belast. Onder een vwb wordt de gehele opgebouwde vermogenswinst belast in jaar  $T$ .

Het effectieve belastingtarief is gelijk aan de contante waarde van alle betaalde belastingen, gedeeld door de contante waarde van het totale brutorendement. Onder een vab is het effectieve tarief gelijk aan het statutaire tarief, omdat er geen voordeel ontstaat door uitstel van belastingheffing. Onder een vwb ligt het effectieve tarief lager: hoe langer winstneming wordt uitgesteld, hoe groter het fiscale voordeel. Bij onmiddellijke verkoop is er geen verschil met een vab en is het effectieve tarief gelijk aan het statutaire tarief. Naarmate beleggers winsten langer kunnen uitstellen, daalt het effectieve tarief. Als verkoop oneindig lang wordt uitgesteld, wordt feitelijk alleen het directe rendement nog belast. Voor aandelen die geen dividend uitkeren, zal het effectieve belastingtarief in de limiet tot nul dalen.

Figuur 1 toont het effectieve tarief op MSCI-aandelen als functie van de houdperiode. Bij een houdperiode van tien jaar is het effectieve tarief gedaald van 36 procent naar 27,3 procent, bij twintig jaar naar 21,2 procent. In de limiet daalt het effectieve tarief naar 8 procent.

Het is wenselijk om verschillende vermogensbestanddelen symmetrisch te belasten om zo verstoringen in het beleggingsgedrag en daarmee welvaartsverliezen te voorkomen. In het wetsvoorstel wordt die symmetrie doorbroken: onroerend goed wordt belast met een vwb, daar waar andere beleggingen onder een vab worden belast. Ook start-ups worden met een vwb belast, maar die blijven in dit artikel buiten beschouwing gezien het waarschijnlijk beperkte kwantitatieve belang.

Auerbach (1991) laat zien dat deze asymmetrie kan worden opgeheven met een 'retrospectieve vermogenswinstbelasting', waarbij het belastingtarief op de winstrealisatie hoger wordt gezet om zo het uitstelvoordeel exact te neutraliseren. Een retrospectieve vwb is economisch equivalent aan een vab. Het tarief van de retrospectieve vwb stijgt met de houdperiode en de gemiddelde waardevermeerdering per jaar van het vermogensbestanddeel.

Als op onroerend goed een retrospectieve vwb zou worden geheven, is het tarief 40,1 procent bij een houdperiode van tien jaar bij een gemiddelde waardestijging 4 procent per jaar. Het loopt op naar 44,8 procent bij een houdperiode van twintig jaar. Een retrospectieve vwb combineert daarom de voordelen van een vwb – geen liquiditeits- en waarderingsproblemen – met de neutraliteit van een vab.

## Belastingopbrengsten

De structurele opbrengsten en de opbrengstderving tijdens de transitie kunnen worden geschat met een overlappend-beleggingscohortmodel (zie kader 1 in de online versie van dit artikel). Tijdens de transitie zijn de jaarlijkse belastingopbrengsten tijdelijk lager, omdat belastingheffing onder een vwb pas plaatsvindt bij realisatie van vermogenswinsten. Belastinginkomsten worden daarmee naar de toekomst verschoven. Zodra alle beleggingen onder het nieuwe regime vallen, zijn de jaarlijkse opbrengsten van beide stelsels gelijk zijn.

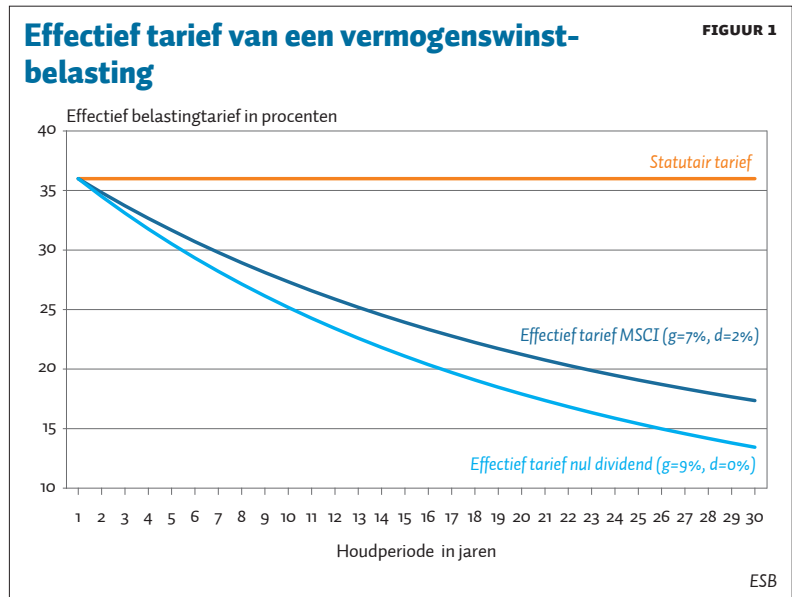
Dat de opbrengsten van een vab en vwb op lange termijn gelijk worden, is geen toeval. Neem een beleggingscohort met een beginvermogen van 100 euro, een jaarlijks rendement van 7 procent, een houdtermijn van vijf jaar en een statutair tarief van 36 procent. Onder een vab wordt jaarlijks belasting geheven over de gerealiseerde vermogensaanwas. In totaal betaalt het cohort over de vijf jaar 14,49 euro aan belasting. Onder een vwb wordt dezelfde belasting pas bij verkoop in jaar vijf geheven, eveneens in totaal 14,49 euro. Hoewel de nominale belasting daarmee gelijk is, verschilt de effectieve belastingdruk. Onder een vwb vinden belastingbetalingen later plaats, waardoor hun contante waarde lager is. Door discontering betaalt een belegger onder een vwb daarom effectief minder belasting dan onder een vab.

De macro-opbrengsten van een vwb zijn lager dan van een vab door eenmalige belastingderving tijdens de transitie. Bij invoering worden alleen vermogenswinsten belast die ná de hervorming worden opgebouwd. Het duurt daarom een aantal jaren – gelijk aan de houdperiode – voordat de gerealiseerde winsten op hun steady state-niveau zijn.

Om de budgettaire effecten van verschillende vermogensbelastingssystemen te kunnen kwantificeren, zijn gegevens nodig voor de kalibratie van het overlappend-beleggingscohortmodel: informatie over de vermogenssamenstelling in box 3, de rendementen van de verschillende vermogensbestanddelen en houdtermijnen van aandelen en onroerend goed.

De portefeuillegewichten in box 3 zijn geschat door gegevens uit de Memorie van Toelichting bij het box 3-wetsvoorstel te combineren met DNB-data over effectenbezit. De resulterende brutogrondslag van 635 miljard euro sluit op 0,6 procent nauwkeurig aan bij de officiële schatting van 631 miljard. De officiële nettogrondslag voor box 3 van 500 miljard euro (na heffingsvrij vermogen) bestaat voor 380 miljard euro uit spaargeld en overige bezittingen, 175 miljard aandelen, 32 miljard obligaties, 199 miljard onroerend goed en 286 miljard schulden.

De rendementen zijn gebaseerd op historische en actuele gegevens. Voor spaargeld wordt uitgegaan van een rendement van 1,5 procent, voor obligaties van 2,7 procent,



voor aandelen van 9 procent en voor onroerend goed van 7,5 procent. Bij aandelen bestaat dit rendement uit 7 procent vermogensgroei en 2 procent direct rendement; bij onroerend goed is dat, respectievelijk, 4 en 3,5 procent. Voor schulden wordt een rente van 3,5 procent verondersteld. Dit zijn vooral leningen voor onroerendgoedbeleggingen. De houdperiodes zijn vastgesteld op gemiddeld twee jaar voor aandelen en tien jaar voor onroerend goed.

Vier stelsels worden doorgerekend met een statutair tarief van 36 procent, waarbij de ex-ante-opbrengsten – zonder gedragsreacties – worden geschat, structureel en in de transitie. In het eerste scenario worden alle vermogenswinsten belast met een volledige vab, waarbij winsten jaarlijks bij aanwas worden belast. In het tweede scenario geldt een volledige vwb, waarbij alle vermogenswinsten pas bij realisatie worden belast; dit is het alternatief dat door tegenstanders van het wetsvoorstel wordt bepleit. Het derde scenario volgt het huidige wetsvoorstel voor box 3, waarin vermogenswinsten op aandelen bij aanwas worden belast en vermogenswinsten op onroerend goed bij realisatie. In het vierde scenario wordt dit wetsvoorstel uitgebreid met een retrospectieve vwb op onroerend goed. Dit laatste scenario is belangrijk omdat het symmetrie tussen de vermogensbestanddelen in box 3 volledig herstelt en portefeuillevorstoringen voorkomt.

In alle scenario's wordt aangenomen dat het heffingsvrije vermogen gelijk blijft om te zorgen dat de vergelijking tussen alle belastingstelsels alleen wordt gedreven door de verschillende eigenschappen van de stelsels. In het wetsvoorstel wordt het heffingsvrije vermogen echter omgezet in een minder genereus heffingsvrij inkomen. Daarnaast wordt aangenomen dat de belastingopbrengsten in het huidige stelsel op het structurele niveau zitten, zonder tijdelijke opbrengstderving vanwege de tegenbewijsregeling.

In de ramingen vallen drie zaken op (tabel 1). Ten eerste: alle stelsels leveren – ex ante, zonder gedragsreacties – structureel circa twee miljard euro per jaar méér op dan het huidige forfaitaire stelsel. Dit komt omdat het gemiddelde forfaitaire rendement over de grondslag in box 3 onder het historische gemiddelde rendement ligt van de vermogens in box 3.

## Geraamde ex ante structurele opbrengsten en transitieverliezen van vier box 3-stelsels

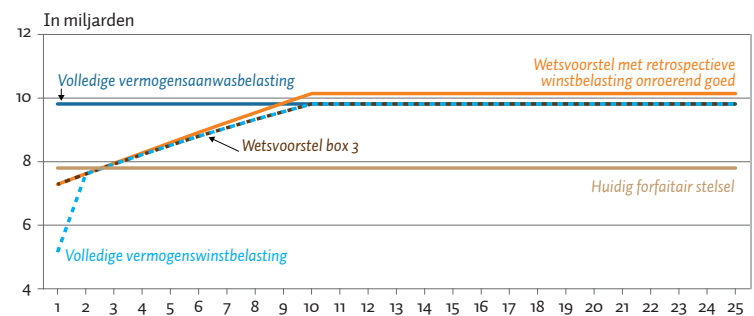
TABEL 1

Stelsel	Structurele opbrengst in miljarden euro's per jaar	Cumulatieve opbrengstderving na 10 jaar in miljarden euro's
Huidig forfaitair stelsel	7,8	-
Volledige vermogensaanwasbelasting	9,8	0
Volledige vermogenswinstbelasting	9,8	14,1
Wetsvoorstel box 3	9,8	12,0
Wetsvoorstel box 3 + retrospectieve vermogenswinstbelasting onroerend goed	10,1	7,5

ESB

## Transitiepad van de belastingopbrengsten invoering van vier verschillende box 3-stelsels

FIGUUR 2



ESB

Ten tweede, de stelsels met een volledige vab, volledige vwb, en het wetsvoorstel convergeren naar dezelfde steady state-opbrengst van 9,8 miljard euro per jaar.

Ten derde, het wetsvoorstel met een retrospectieve vwb levert structureel 300 miljoen meer op dan een vab of gewone vwb (10,1 miljard), omdat het retrospectieve tarief van 40,1 procent boven het statutaire tarief van 36 procent ligt om het uitstelvoordeel te elimineren.

De belastingopbrengsten verschillen bovendien tijdens de transitie (figuur 2). In jaar 1 levert het wetsvoorstel 7,3 miljard op, een volledige vwb slechts 5,2 miljard – onder het huidige forfaitaire niveau van 8,2 miljard. De steady state wordt na tien jaar bereikt – de veronderstelde maximale houdertermijn (van onroerend goed). De cumulatieve (onverdisconteerde) transitiederving over tien jaar bedraagt 14,1 miljard voor een volledige vwb en 12,0 miljard voor het wetsvoorstel. Om het transitieverlies budgettair te compenseren zouden de statutaire tarieven in box 3 gedurende de eerste tien jaar moeten toenemen van 36 naar 41 à 42 procent.

Een retrospectieve vwb op onroerend goed verkleint de cumulatieve transitiederving van 12,0 naar 7,5 miljard euro. Deze laatste derving komt door het uitsteleffect bij invoering, maar niet langer door het lagere effectieve tarief op vermogenswinst bij een vwb.

Bij deze berekeningen zijn vier kanttekeningen van belang. Ten eerste zijn de ramingen ex ante en houden zij geen rekening met gedragsreacties. De feitelijke opbrengsten zullen onder een vwb lager uitvallen omdat het stel-

sel van een vwb grotere economische verstoringen veroorzaakt. Ten tweede zijn de gehanteerde houdperiodes onzeker. Onder een vwb zullen deze langer worden, omdat het fiscaal veel aantrekkelijker wordt om winstneming uit te stellen, al dan niet geholpen door beleggingsfondsen die directe rendementen transformeren in koerswinsten. Een robuustheidsanalyse waarin de houdertermijnen verdubbelen naar vier jaar voor aandelen en twintig jaar voor onroerend goed levert een opbrengstderving op van 24 miljard euro voor het wetsvoorstel en 30 miljard euro voor een volledige vwb. Ten derde zijn de portefeuillegewichten gebaseerd op benaderingen met gegevens van het Ministerie van Financiën en DNB, waardoor enige vertekening mogelijk is. Ten slotte bieden historische rendementen op beleggingen geen garantie voor toekomstige rendementen.

## Vermogensopbouw

Om te onderzoeken hoe de vermogensopbouw wordt beïnvloed door een vab of vwb, analyseer ik een dynamisch, stochastisch portefeuillemodel, gebaseerd op Merton (1969) en Samuelson (1969), waarin een representatieve belegger zijn verwachte levensnut optimaliseert (zie kader 2 in de online versie van dit artikel).

Figuur 3 laat zien dat de vermogensopbouw nauwelijks wordt beïnvloed door de keuze voor de vab, vergeleken met de vwb. Robuustheidsanalyses op modelparameters – risicoaversie, aandelenvolatiliteit en wens om een erfenis na te laten – bevestigen dit beeld.

De simulaties laten vier gedragsreacties zien. Ten eerste zijn de paden voor het (gemiddelde) vermogen en de consumptie vrijwel gelijk over alle geanalyseerde belastingsscenario's waarin de tarieven uiteenlopen van een uniform tarief van 36 procent naar een tarief van 66 procent op risicovrije beleggingen en gemiddeld 29 procent op risicodragende beleggingen. Het totaalbedrag dat de belegger over zijn levensloop aan belasting afdraagt, is namelijk niet anders bij een vab of vwb. Dat betekent dat de vermogensopbouw daardoor niet zal veranderen.

Ten tweede stijgt het aandeel van risicodragende beleggingen met het tariefverschil: de belegger herschikt zijn portefeuille richting lager belaste aandelen.

Ten derde zorgen de belastingen zelf voor risico. Het tarief past zich aan om te zorgen dat op ieder gesimuleerd pad van rendementen dezelfde opbrengst resulteert van een vab (uniforme tarieven) en een vwb (gedifferentieerde tarieven). Bij matige risicoaversie is de covariantie tussen marginaal nut en het belastingtarief op aandelen negatief. Belastingrisico werkt dan uit als een *hedge* tegen aandelenrisico en het aandeel van risicodragende beleggingen neemt toe. Bij hoge risicoaversie draait het teken om: belastingrisico versterkt dan het aandelenrisico. De vermogensopbouw neemt dan bij een vwb af.

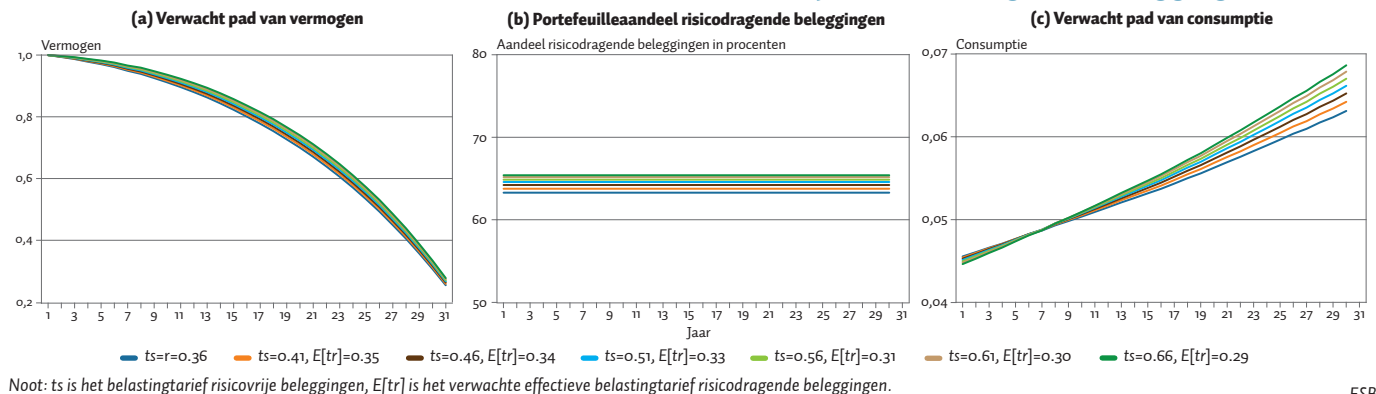
Ten vierde gaan de hogere gemiddelde portefeuillerendementen ook gepaard met een hoger niveau en rotatie van het consumptieprofiel, wat de vermogensopbouw beïnvloedt.

## Welvaartseffecten van een vwb zijn negatief

Een lager effectief tarief op risicodragende beleggingen dan op risicovrije beleggingen in een vwb leidt tot welvaartsver-

## Effecten van een vermogenswinst- en aanwas belasting op de vermogensopbouw, portefeuillekeuze en consumptie voor verschillende tarieven op risicovrije en risicodragende beleggingen

FIGUUR 3



ESB

liezen, die niet optreden bij een vab aangezien alle beleggingen daar tegen hetzelfde, effectieve tarief worden belast. De belangrijkste verstoring van een vwb is dat risicodragende beleggingen fiscaal worden bevoordeeld. Het welvaartsverlies ontstaat doordat beleggers door de fiscale prikkel méér risico nemen dan maatschappelijk optimaal is. Dat levert weliswaar een hoger verwacht rendement op, maar ook meer risico in kapitaalinkomen. De welvaart daalt omdat het lagere nut door extra volatiliteit in consumptie niet wordt gecompenseerd door het hogere nut van een hogere verwachte consumptie.

Het welvaartsverlies loopt op van nul tot meerdere procenten van de levensconsumptie bij zeer grote tariefverschillen (figuur 4). Een realistisch verschil in effectieve tarieven op risicovrije en risicodragende beleggingen onder een vwb, in de orde van tien tot vijftien procentpunt, geeft een welvaartsverlies van ongeveer 0,5 procent van de levensconsumptie. Verstoringen in de vermogensopbouw zelf (consumptie) zijn bijna verwaarloosbaar, omdat de vermogensopbouw nauwelijks verandert: de portefeuilverstoring is de belangrijkste oorzaak van de welwaartsdaling. De simulaties laten zien dat de welvaart het hoogst is bij een vab waarin risicovrije en risicodragende beleggingen gelijk worden belast.

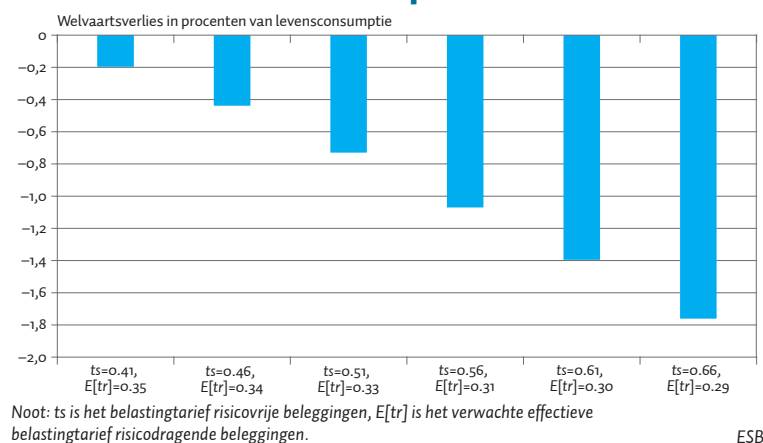
### Beleidsconclusies

In tegenstelling tot een vab, geeft een vwb beleggers in aandelen en onroerend goed een fiscaal voordeel door winstneming te kunnen uitstellen. Dat voordeel wordt groter naarmate winstneming langer wordt uitgesteld en koerswinsten belangrijker zijn in het totale rendement.

De structurele belastingopbrengst van een volledige vab, een volledige vwb en het wetsvoorstel in box 3 is hetzelfde en bedraagt circa 9,8 miljard euro. Elk stelsel levert structureel circa 2 miljard euro meer belasting op dan het huidige, forfaitaire stelsel (7,8 miljard). Het verschil tussen verschillende stelsels zit in het transitiepad: de vwb-varianten leiden tot een cumulatieve opbrengstderving van 12 tot 14 miljard euro gedurende de eerste tien jaar zonder gedragseffecten. Deze raming is erg gevoelig voor de veronderstelde houdperiodes. Bij een verdubbeling van de houdperiodes neemt de opbrengstderving toe naar 24-30 miljard euro.

## Welvaartsverliezen vwb ten opzichte van vab

FIGUUR 4



ESB

Claims dat de vermogensopbouw onder een vab lager zou zijn dan onder een vwb door 'rente-op-rente-effecten' zijn onjuist en daarmee misleidend. Daarnaast leidt een vwb tot volledig vermijdbare welvaartsverliezen in portefeuillekeuzes vanwege de fiscale bevoordeling van aandelen en onroerend goed boven spaartegoeden en obligaties.

Alle overwegingen – doelmatigheid, vermogensopbouw en welvaart – wijzen dus eensluidend op de superioriteit van een vab over een vwb.

### Literatuur

- Auerbach, A.J. (1991) Retrospective capital gains taxation. *The American Economic Review*, 81(1), 167–178.
- Blanchard, O.J. (1985) Debt, deficits, and finite horizons. *Journal of Political Economy*, 93(2), 223–247.
- Dool, R. van den, A. Gerritsen en B. Jacobs (2026) Vermogensaanwasbelasting is de oplossing voor box 3. Artikel te vinden op [esb.nu](http://esb.nu), 19 mei.
- Jacobs, B. (2026) Does a Realisation-Based Capital Gains Tax Lead to More Wealth Accumulation than an Accrual-based Capital Gains Tax?, working paper, Vrije Universiteit Amsterdam.
- Merton, R.C. (1969) Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247–257.
- Samuelson, P.A. (1969) Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.
- VNO-NCW (2026) VNO-NCW wil vermogenswinstbelasting in box 3. Nieuwsbericht, 22 januari. Te vinden op [www.accountancyvanmorgen.nl](http://www.accountancyvanmorgen.nl).