

# Het Belastingvoordeel van Uitstel van Winstrealisatie bij een Vermogenswinstbelasting en de Budgettaire Gevolgen van Belastingen op Vermogensaanwas en Vermogenswinst

Bas Jacobs\*  
Vrije Universiteit Amsterdam

16 mei, 2026

## Samenvatting

Dit artikel kwantificeert het belastingvoordeel van uitstel van winstrealisatie onder een vermogenswinstbelasting ten opzichte van een vermogensaanwasbelasting, en raamt de budgettaire effecten van verschillende stelsels voor box 3. Op basis van het model van Auerbach (1991) wordt aangetoond dat een vermogenswinstbelasting een lager effectief tarief oplevert dan een vermogensaanwasbelasting met hetzelfde statutaire tarief. Het effectieve tarief op de index van MSCI-aandelen daalt bij een houdperiode van 20 jaar van 36 naar 21,2 procent. Een cohortmodel wordt gebruikt om de ex ante structurele opbrengsten en transitie-effecten te ramen. In de steady state leveren een vermogensaanwasbelasting, een vermogenswinstbelasting en het wetsvoorstel allemaal circa 9,8 mld euro per jaar op, tegenover 7,8 mld in het huidige forfaitaire stelsel (zonder tegenbewijsregeling, bij een gelijkblijvend heffingsvrij vermogen). Een vermogenswinstbelasting genereert echter een cumulatieve ex ante transitie-derving van circa 14 mld euro over 10 jaar. Voor het wetsvoorstel is dit 12 mld euro. Deze transitiedervingen zijn ex ante en zeer gevoelig voor uitsteleffecten. Als de houdperiodes voor aandelen en onroerend goed niet 2 en 10 jaar, maar 4 en 20 jaar zijn, zullen de transitiedervingen oplopen tot 24 mld euro voor het wetsvoorstel en 30 mld euro voor een volledige vermogenswinstbelasting. Een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed neutraliseert het uitstelvoordeel en reduceert de ex ante derving in het wetsvoorstel tot 7,5 mld (18 mld bij lange houdperiodes).

---

\*Hoogleraar economie en overheidsfinanciën, vakgroep Algemene Economie, School of Business and Economics, Vrije Universiteit Amsterdam. Adres: De Boelelaan 1105, 1081 HV, Amsterdam. Tel.: 020 598 9105/6030. E-mail: b.jacobs@vu.nl. Internet: <https://jacobs73.home.xs4all.nl/>. De auteur is Aart Gerritsen en Ruud van den Dool erkentelijk voor commentaar en suggesties op een eerdere versie van dit artikel. Alle fouten en omissies zijn die van de auteur.

## Managementsamenvatting

**Aanleiding.** In Nederland wordt gedebatteerd over de vraag of in box 3 vermogenswinst of vermogensaanwas moet worden belast. Het wetsvoorstel *Wet werkelijk rendement* (Tweede Kamer, 2025) stelt een vermogensaanwasbelasting voor, met uitzondering van onroerend goed en startups. Bij de behandeling in de Tweede Kamer tekende zich een parlementaire meerderheid af om op termijn een volledige vermogenswinstbelasting in te voeren. Aan een vermogenswinstbelasting kleven echter belangrijke economische bezwaren die niet optreden bij een vermogensaanwasbelasting. De economische gevolgen daarvan zijn onvoldoende onderkend. Dit artikel analyseert daarom de economische en budgettaire gevolgen van diverse belastingstelsels in box 3.

**Lager effectief tarief en discriminatie.** Een vermogenswinstbelasting belast vermogensgroei pas bij realisatie. Hierdoor ontstaat een fiscaal voordeel van uitstel: beleggers kunnen rendement behalen over de vermogensaanwas die bij een vermogensaanwasbelasting zou zijn wegbelast. Het effectieve belastingtarief is lager naarmate de houdperiode langer is en het aandeel van waardeestijging in het totaalrendement groter. Voor de MSCI World Index (waardeestijging 7%, dividendrendement 2% per jaar) daalt het effectieve tarief van 36 procent naar 27,3 procent bij een houdperiode van 10 jaar en naar 21,2 procent bij 20 jaar. Bij een aandeel zonder dividend gaat de effectieve druk in de limiet naar nul. Daardoor ontstaat fiscale discriminatie tussen beleggers met gelijk vermogen en gelijke brutorendementen die verschillen in de houdperiode of het type belegging (lage versus hoge dividenduitkering). Bovendien worden houders van veilige beleggingen (sparen, obligaties) zwaarder belast dan houders van aandelen of onroerend goed met koerswinsten, en kleinere vermogensbezitters zwaarder dan grotere, omdat die gemiddeld meer in aandelen en onroerend goed beleggen.

**Structurele opbrengsten gelijk, maar transitie verschilt.** De opbrengsteffecten van veranderingen in de effectieve tarieven op kapitaalinkomen worden geschat onder de aanname dat het heffingsvrije vermogen gelijk blijft. In de steady state leveren een volledige vermogensaanwasbelasting, een volledige vermogenswinstbelasting en het wetsvoorstel allemaal circa 9,8 mld euro per jaar op, ex ante, zonder gedragseffecten. Dit is structureel circa 2,0 mld meer dan in het huidige forfaitaire stelsel (7,8 mld). De opbrengst van het huidige stelsel is geschat onder de aanname dat geen gebruik wordt gemaakt van de tegenbewijsregeling. Stelsels die werkelijk rendement belasten hebben een hogere opbrengst, omdat het gemiddelde forfaitaire rendement op de grondslag in het huidige stelsel lager is dan het historische gemiddelde rendement. De gelijkheid van de structurele opbrengsten is geen toeval: in elk willekeurig jaar realiseert onder een vermogenswinstbelasting precies één cohort de over de volle houdperiode opgebouwde winst, terwijl onder een vermogensaanwasbelasting alle cohorten gelijktijdig de jaarlijkse waardeestijging realiseren. Het verschil zit in het transitiepad. Door de opstapregeling bij invoering – in het verleden opgebouwde vermogenswinst wordt op nul gezet – blijft het rendement op niet-gerealiseerde waardeestijging onbelast gedurende de eerste jaren na de transitie. De cumulatieve, ex ante transitie-derving over 10 jaar bedraagt circa 14 mld euro voor een volledige vermogenswinstbelasting, en 12 mld voor het wetsvoorstel.

**Uitsteleffecten worden groter en daarmee de transitiedervingen.** De ramingen zijn ex ante en bevatten geen gedragsreacties. De werkelijke opbrengsten zullen lager uitvallen onder een vermogenswinstbelasting wegens grotere economische verstoringen en meer belastingarbitrage. Beleggers zullen de realisatie van vermogenswinsten meer uitstellen – al dan niet gefaciliteerd door beleggingsfondsen die dividenden omzetten in koerswinst. Als de houdperioden voor aandelen en onroerend goed niet 2 en 10 jaar, maar 4 en 20 jaar zijn, zullen de transitiedervingen toenemen naar 24 mld euro voor het wetsvoorstel en 30 mld euro voor een volledige vermogenswinstbelasting.

**Retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed als aanvulling op het wetsvoorstel.** Een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed — waarbij de belasting bij verkoop wordt geheven tegen een tarief dat het uitstelvoordeel exact compenseert — maakt het wetsvoorstel equivalent aan een vermogensaanwasbelasting op onroerend goed met hetzelfde statutaire tarief. Het benodigde retrospectieve tarief stijgt met de houdperiode (40,1 procent bij 10 jaar; 44,8 procent bij 20 jaar). De cumulatieve transitie-derving daalt naar (ex ante) 7,5 mld euro. Deze resterende derving vloeit voort uit de opstapregeling bij invoering. De robuustheid van dit instrument blijft overeind bij langere houdperiodes: ook bij houdperiodes van 20 jaar voor onroerend goed reduceert een retrospectieve correctie de opbrengstderving substantieel. Een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed kan voorkomen dat de opbrengst van box 3 vele miljarden lager wordt door gedragseffecten.

**Beleidsimplicaties.** *Ten eerste*, alle alternatieve stelsels op werkelijk rendement leveren structureel meer op dan het huidige forfaitaire stelsel bij hetzelfde heffingsvrije vermogen. *Ten tweede*, een vermogenswinstbelasting genereert een aanzienlijke transitie-derving en discrimineert tussen beleggers, ook na de transitie. *Ten derde*, een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed combineert het voordeel van realisatieheffing (geen liquiditeitsproblemen voor vastgoedbeleggers) met de economische voordelen van een vermogensaanwasbelasting (geen blokkeringseffecten en miljarden minder budgettaire derving).

# 1 Inleiding

In Nederland woedt een discussie over de vraag of in box 3 vermogenswinst of -aanwas moet worden belast. Grote maatschappelijke ophef ontstond nadat de Tweede Kamer akkoord ging met de “Wet werkelijk rendement” (Tweede Kamer, 2025). Kern van het wetsvoorstel is dat vermogensaanwas wordt belast, met uitzondering van onroerend goed en startups. Bij de behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer tekende zich een parlementaire meerderheid af om op termijn te streven naar een volledige vermogenswinstbelasting. Aan een vermogenswinstbelasting kleeft echter een aantal belangrijke economische bezwaren, die niet optreden bij een vermogensaanwasbelasting. De belangrijkste is dat een vermogenswinstbelasting leidt tot een lagere effectieve belastingdruk naarmate winstneming langer wordt uitgesteld. Dit heeft allerlei economische en budgettaire gevolgen. De economische gevolgen worden onvoldoende onderkend.<sup>1</sup>

Dit artikel kwantificeert het belastingvoordeel van een vermogenswinstbelasting ten opzichte van een vermogensaanwasbelasting. Het geeft ook schattingen van de budgettaire derving bij invoering van een vermogenswinstbelasting – voor alle vermogensbestanddelen en een gedeeltelijke vermogenswinstbelasting voor alleen onroerend goed, zoals in het wetsvoorstel “Wet werkelijk rendement” (Tweede Kamer, 2025). Ook laat het zien dat het wetsvoorstel kan convergeren naar een volledige vermogensaanwasbelasting als voor onroerend goed een *retrospectieve* vermogenswinstbelasting wordt ingevoerd.<sup>2</sup>

Eerst wordt aangetoond dat de effectieve tarieven op aandelen en onroerend goed voor een belegger onder een vermogenswinstbelasting lager zijn ten opzichte van een vermogensaanwasbelasting op basis van Auerbach (1991). Het fiscale voordeel neemt toe met de houdperiode van het aandeel (onroerend goed) en de omvang van waardestijgingen ten opzichte van dividendrendement (huuropbrengst). Zo daalt bijvoorbeeld de belastingdruk op aandelen in de wereldwijde MSCI index van 36 procent naar 27,3 procent bij een houdperiode van 10 jaar en naar 21,2 procent bij een houdperiode van 20 jaar. Het effectieve tarief onder de vermogenswinstbelasting is daarom lager dan bij een vermogensaanwasbelasting met hetzelfde statutaire tarief. De vermogenswinstbelasting discrimineert aldus tussen beleggers met een gelijk vermogen en gelijk bruto rendement op hun beleggingen, maar met verschillende beleggingsvoorkeuren door verschillen in de houdperiode en het soort aandelen waarin ze beleggen (met relatief veel of weinig dividendrendement). Ook discrimineert de vermogenswinstbelasting tegen beleggers die veilig beleggen (sparen, obligaties) ten opzichte van beleggers die in aandelen beleggen en belasting over winstrealisatie kunnen uitstellen. Tot slot worden minder vermogende beleggers gediscrimineerd ten opzichte van meer vermogende beleggers omdat die laatsten meer in aandelen en onroerend goed dan in risicovrije vermogensbestanddelen beleggen.

Vervolgens worden de belastingopbrengsten geschat van de invoering van vier verschillende systemen van belastingheffing op vermogensinkomsten en -winsten – bij een gelijkblijvend hefingsvrij vermogen: i) een volledige vermogensaanwasbelasting op alle vermogensbestanddelen; ii) een volledige vermogenswinstbelasting op alle vermogensbestanddelen; iii) het wetsvoorstel met een gedeeltelijke vermogensaanwasbelasting op spaargeld, obligaties en aandelen en een vermogenswinstbelasting op onroerend goed; iv) het wetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed. De opbrengsten worden vergeleken met het huidige stelsel van fictieve rendementen onder de aanname dat geen gebruik wordt gemaakt van de tegenbewijsregeling. Ook worden de kosten berekend van mogelijke belastingderving tijdens de

---

<sup>1</sup>De budgettaire gevolgen van het wetsvoorstel zelf zijn door het Ministerie van Financiën geraamd (Ministerie van Financiën, 2025). Die raming vergelijkt het wetsvoorstel met het oude box 3-stelsel van vóór het Kerstarrest. Een systematische vergelijking met andere stelsels – een volledige vermogensaanwasbelasting, een volledige vermogenswinstbelasting, en een variant van het wetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed – ontbreekt.

<sup>2</sup>Deze notitie generaliseert Jacobs (2026) en breidt de analyse uit naar de opbrengsteffecten.

transitie in alle varianten.<sup>3</sup> Het wetsvoorstel impliceert ook een vervanging van het heffingsvrije vermogen door een aanzienlijk lager heffingsvrij resultaat (belastingvrij kapitaalinkomen). De effecten daarvan worden niet meegenomen omdat dit artikel zich richt op de vergelijking van verschillende stelsels voor de belasting op kapitaalinkomen, inclusief het huidige stelsel.

Om de opbrengsten te schatten maakt dit artikel gebruik van een cohortmodel, waarmee de grondslag in box 3 over de tijd wordt geschat. De basisstructuur van het model lijkt op het overlappende-generatiemodel van Blanchard (1985).<sup>4</sup> Door aan te nemen dat vermogenswinsten met een constant percentage per jaar groeien, zijn de cohort-gewichten geometrisch verdeeld. Aldus kunnen de vermogens van verschillende beleggingcohorten, die verschillen omdat zij vermogensbestanddelen op verschillende momenten in de tijd hebben aangekocht, eenvoudig worden geaggregeerd. In alle berekeningen wordt aangenomen dat het heffingsvrije vermogen gelijk blijft. De geraamde box 3-opbrengst in het huidige forfaitaire stelsel bedraagt 7,8 mld euro in 2027 (zonder tegenbewijsregeling). Een volledige vermogensaanwasbelasting op werkelijke rendementen levert circa 9,8 mld euro per jaar op in de steady state.<sup>5</sup> Dit is een ex ante opbrengst, zonder gedragsreacties. De opbrengst is structureel 2,0 mld euro hoger dan in het huidige systeem. Dat komt omdat in het huidige systeem de forfaitaire rendementen op aandelen en onroerend goed onder de historisch gemiddelde rendementen liggen. Die op obligaties zijn daarentegen historisch lager, maar het geschatte aandeel van obligaties in box 3 is te klein om dit effect teniet te doen. Een vermogenswinstbelasting genereert dezelfde opbrengsten in de steady state als een volledige vermogensaanwasbelasting of het wetsvoorstel voor box 3. Het wetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed levert in de steady state 2,4 mld meer op dan het huidige stelsel, omdat de hogere tarieven op vermogenswinsten dan het statutaire tarief het belastingvoordeel van uitstel neutraliseren.<sup>6</sup>

Gelijke opbrengsten in de steady state betekenen niet dat de totale belastingopbrengsten van de verschillende stelsels gelijk zijn. Een vermogenswinstbelasting zal in de transitiefase tot aanzienlijke opbrengstderving leiden ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting. Er wordt een opstap ('step-up') verleend bij invoering waarbij alle in het verleden opgebouwde, maar ongerealiseerde vermogenswinsten op nul worden gezet. De rendementen op die niet-gerealiseerde vermogenswinsten worden in de eerste jaren na invoering niet belast onder een vermogenswinstbelasting. De omvang van de belastingderving tijdens de transitie wordt bepaald door de houdperiode van vermogensbestanddelen met waardestijgingen (aandelen en onroerend goed). Als aandelen een gemiddelde houdperiode hebben van 2 jaar, en onroerend goed 10 jaar, dan is de ex ante, cumulatieve opbrengstderving van een volledige vermogenswinstbelasting over tien jaar gemeten 14,1 mld euro ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting. Dit wordt vooral veroorzaakt door het grote voordeel van belastinguitstel bij onroerend goed. De cumulatieve ex ante opbrengstderving daarvan is circa 12,0 mld euro. Het wetsvoorstel zelf leidt ook tot 12,0 mld euro opbrengstderving. Dit is geheel aan de derving bij onroerend goed toe te schrijven. Als voor onroerend goed een retrospectieve vermogenswinstbelasting zou worden ingevoerd, kan deze derving deels worden vermeden, en resteert ex ante cumulatief 7,5 mld euro minder opbrengst in vergelijking met een volledige vermogensaanwasbelasting. Als de belastingtarieven tijdens de transitieperiode (de eerste 10 jaar na invoering) worden

---

<sup>3</sup>Startups, derivaten en crypto-vermogen worden hier verder buiten de kwantitatieve analyse gelaten, omdat ze geen aparte categorie vormen in de gebruikte CBS- en DNB-vermogensstatistieken en hun gezamenlijke omvang binnen box 3 vermoedelijk beperkt is. Onder een vermogenswinstbelasting gedragen derivaten en crypto zich vermoedelijk vergelijkbaar met aandelen zonder dividend, met een potentieel groot uitstelvoordeel voor lang aangehouden posities.

<sup>4</sup>Dit artikel modelleert geen leeftijdscohorten die met een constant percentage kleiner worden, maar beleggingscohorten die met een constant percentage groter worden.

<sup>5</sup>De geschatte opbrengsten in dit artikel zijn vergelijkbaar met die van het Ministerie van Financiën in de Ramingstoelichting bij het wetsvoorstel, maar verschillen op een aantal belangrijke onderdelen. Zie Sectie 7 voor een gedetailleerde vergelijking.

<sup>6</sup>Als rekening wordt gehouden met de minder genereuze vrijstellingen, dan zouden de opbrengsten circa 0,8 mld (met onzekerheidsmarge 0,5–1,0 mld) hoger kunnen liggen. Zie ook Sectie 7.

verhoogd om het transitieverlies ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting te compenseren, dan bedragen de tarieven niet 36 procent, maar 42,0 procent voor een volledige vermogenswinstbelasting, 41,0 procent voor het wetsvoorstel en 40,5 procent voor het wetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting.

Deze ramingen moeten als indicatief worden geïnterpreteerd vanwege onzekerheid in cruciale modelparameters. Er zijn meerdere belangrijke veronderstellingen gemaakt om tot deze schattingen te komen. *i*) De belangrijkste aanname is dat de schattingen ex ante zijn en geen rekening houden met gedragsreacties op de belastinggrondslagen in box 3. Aangenomen is dat aandelen en onroerend goed een gemiddelde houdperiode van, respectievelijk, 2 en 10 jaar hebben, op basis van schattingen uit de literatuur. Deze houdperiodes zijn echter onzeker. Deze kunnen (veel) langer worden bij een vermogenswinstbelasting, omdat het uitstel van winstneming fiscaal aantrekkelijker wordt. Dat leidt potentieel tot veel grotere opbrengstderving. Als houdperiodes op aandelen en onroerend goed geen 2 en 10 jaar, maar 4 en 20 jaar zouden zijn, dan nemen de cumulatieve transitieverliezen (over 20 jaar gemeten) toe naar 24–30 mld euro. *ii*) De portefeuiliogewichten van de vermogensbestanddelen in box 3 (spaartegoeden, aandelen, obligaties en onroerend goed) zijn geschat op basis van macro-economische statistieken van het CBS en DNB gecombineerd met gegevens van het Ministerie van Financiën over box 3. Hierin kan een vertekening schuilen van de werkelijke vermogenssamenstelling in box 3. *iii*) De gemiddelde rendementen op de diverse beleggingen volgen historische gemiddelden, maar deze rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

De opzet van dit artikel is als volgt. Eerst wordt het verschil in effectieve belastingdruk afgeleid bij een vermogenswinst- en -aanwasbelasting. Vervolgens wordt een numerieke illustratie gegeven van het belastingvoordeel van uitstel van winstrealisatie en hoe effectieve tarieven afhangen van de houdperiode, het beleggingsrendement en de groei van onbelaste vermogenswinsten. Voorts wordt het cohortmodel ontwikkeld voor de berekeningen van de grondslageffecten. Daarna worden schattingen gegeven van de budgettaire effecten van de verschillende belastingstelsels (volledige vermogensaanwasbelasting, volledige vermogenswinstbelasting, kabinetsvoorstel van vermogensaanwasbelasting met een uitzondering voor onroerend goed en kabinetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed). Tot slot maakt dit artikel een vergelijking met de ramingen die het Ministerie van Financiën heeft gemaakt bij het wetsvoorstel en bespreekt de oorzaken van de verschillen. Een appendix geeft de correspondentie van de formules in dit artikel met Auerbach (1991).

## 2 Model

Dit artikel neemt het model van Auerbach (1991) als basis om tot een schatting te komen van het effectieve belastingtarief op vermogensbestanddelen die naast direct rendement ook vermogenswinst genereren. De kern van Auerbach (1991) is dat een vermogenswinstbelasting een impliciete subsidie op uitstel van winstrealisatie geeft. De contante waarde van de totaal betaalde belastingen is lager dan onder een vermogensaanwasbelasting met hetzelfde tarief. Het belastingvoordeel van uitstel van winstneming is precies dit verschil in contante waarde. Daar waar Auerbach (1991) het model in continue tijd schrijft, hanteert dit artikel een opzet in discrete tijd. De appendix laat zien dat deze herformulering geen substantieve effecten heeft.

Beschouw daartoe een belegger die een aandeel in bezit heeft en besluit om dit aandeel al dan niet te verkopen. Normaliseer de historische verkrijgingsprijs van een aandeel op  $P_0 = 1$ . Neem aan dat het aandeel een constante waardeinstijging per periode heeft van  $g$ , zodat

$$P_t = (1 + g)^t.$$

Het dividendrendement is ook een constante  $d$  per periode. Het dividend in jaar  $t$  is dan gelijk aan

$$D_t = dP_{t-1} = d(1 + g)^{t-1}.$$

Het door de belegger vereiste rendement – en daarmee de discontovoet – is

$$r = g + d.$$

Het belastingtarief  $\tau$  geldt zowel op het dividend (elk jaar) als op de vermogenswinst. Bij een vermogenswinstbelasting wordt de vermogenswinst pas belast als die wordt gerealiseerd. Bij een aanwasbelasting wordt de winst elk jaar belast. Het enige verschil tussen een vermogensaanwas- en -winstbelasting is de *timing* van de heffing op de waardestijging. Bij een vermogenswinstbelasting wordt die later belast. Dividenden worden in beide gevallen direct belast.

De jaarlijkse waardestijging van het aandeel is:

$$P_t - P_{t-1} = g(1 + g)^{t-1}.$$

Onder een vermogensaanwasbelasting wordt deze elk jaar onmiddellijk belast. De contante waarde van de belasting op  $t = 0$  is

$$PV^{\text{aanwas}} = \sum_{t=1}^T \frac{\tau g(1 + g)^{t-1}}{(1 + r)^t}.$$

Dit is gelijk aan:<sup>7</sup>

$$PV^{\text{aanwas}} = \frac{\tau g}{d} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + r} \right)^T \right].$$

Onder een vermogenswinstbelasting betaalt de belegger pas in jaar  $T$  over de volledige opgebouwde winst  $(1 + g)^T - 1$ , dus is de contante waarde van de belasting gelijk aan:

$$PV^{\text{winst}} = \frac{\tau [(1 + g)^T - 1]}{(1 + r)^T}.$$

Het verschil in de contante waarde van belasting onder een vermogensaanwas- en -winstbelasting is gelijk aan:

$$\delta(T, g, d) = \tau \left\{ \frac{g}{d} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + r} \right)^T \right] - \frac{(1 + g)^T - 1}{(1 + r)^T} \right\}.$$

Dit kan worden herschreven als:<sup>8</sup>

$$\delta(T, g, r) = \tau g \sum_{t=1}^T (1 + g)^{t-1} \frac{(1 + r)^{T-t} - 1}{(1 + r)^T}, \quad r = g + d. \quad (1)$$

Elke term is strikt positief voor  $t < T$  en nul voor  $t = T$ . Het belastingvoordeel stijgt continu in de houdperiode  $T$ . Voor  $T = 1$  levert formule (1)  $\delta = 0$ : zonder uitstel is er geen belastingvoordeel.

Voor  $T \rightarrow \infty$  (en  $d > 0$ ) verdwijnt  $PV^{\text{winst}}$  en convergeert  $PV^{\text{aanwas}}$  naar  $\tau g/d$ , de volledige contante waarde van de eeuwige vermogensaanwasbelasting – het maximale belastingvoordeel van uitstel.

Het belastingvoordeel neemt toe in de waardestijging  $g$ . Het omgekeerde geldt voor het dividendrendement  $d$  (via  $r$ ): hoe groter het aandeel dividend in het totaalrendement, hoe lager het belastingvoordeel van winstuitstel.

<sup>7</sup>Dit is een geometrische reeks met ratio  $(1 + g)/(1 + r)$ . Daarom geldt  $1 - \frac{1+g}{1+r} = \frac{d}{1+r}$ .

<sup>8</sup>Aangezien  $(1 + g)^T - 1 = \sum_{t=1}^T g(1 + g)^{t-1}$ , kan de aanwas van ieder jaar afzonderlijk worden geanalyseerd. Bij een aanwasbelasting wordt daarover in ieder jaar  $t$  afgerekend. Bij een winstbelasting pas in jaar  $T$ . Het verschil in contante waarde voor de aanwas in jaar  $t$  is dan gelijk aan:  $\tau g(1 + g)^{t-1} [(1 + r)^{-t} - (1 + r)^{-T}]$ .

### 3 Het effectieve belastingtarief van een vermogenswinstbelasting

Het uitstelvoordeel  $\delta$  meet het belastingvoordeel in euro's. Het *effectieve belastingtarief* ( $\tau^*$ ) kan ook worden berekend. Het effectieve belastingtarief is gelijk aan de contante waarde van alle betaalde belasting gedeeld door de contante waarde van alle rendementen:

$$\tau^*(T, g, d) = \frac{PV^{\text{belasting}}}{PV^{\text{rendement}}}.$$

Bij een vermogensaanwasbelasting geldt  $PV^{\text{belasting}} = \tau PV^{\text{rendement}}$ , dus  $\tau^{*,\text{aanwas}} = \tau$  voor elke  $T$ .

Bij een vermogenswinstbelasting is de effectieve belastingdruk  $\tau^*$  lager. Het totale bruto rendement voor belasting in jaar  $t$  bestaat uit koerswinst  $g(1+g)^{t-1}$  en dividend  $d(1+g)^{t-1}$ . Opgeteld is dit  $r(1+g)^{t-1}$  met  $r = g + d$ . De contante waarde na  $T$  jaar is dan gelijk aan:

$$PV^{\text{rendement}} = \sum_{t=1}^T \frac{r(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} = \frac{r}{d} \left[ 1 - \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^T \right].$$

Dividend wordt elk jaar belast, koerswinst pas in jaar  $T$ . Dus is de totale belasting bij een vermogenswinstbelasting gelijk aan:

$$PV^{\text{belasting}} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\tau d(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t}}_{\text{dividend}} + \underbrace{\frac{\tau[(1+g)^T - 1]}{(1+r)^T}}_{\text{vermogenswinst}}.$$

Dit kan worden versimpeld tot:<sup>9</sup>

$$PV^{\text{belasting}} = \tau[1 - (1+r)^{-T}].$$

Het effectieve tarief bij een vermogenswinstbelasting kan dan worden geschreven als een functie van de houdperiode  $T$ , het dividendrendement  $d$  en de waardeinstijging  $g$ :

$$\tau^{*,\text{winst}} = \frac{\tau d}{g+d} \left( \frac{1 - (1+g+d)^{-T}}{1 - \left( \frac{1+g}{1+g+d} \right)^T} \right) = \frac{\tau d}{r} \left( \frac{1 - (1+r)^{-T}}{1 - \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^T} \right). \quad (2)$$

Bij directe winstrealisatie in  $T = 1$  geldt wederom dat  $\tau^* = \tau$ . Zonder uitstel is het effectieve tarief gelijk aan het statutaire tarief. Bij oneindig uitstellen van winstrealisatie, als  $T \rightarrow \infty$ , dan is  $\lim_{T \rightarrow \infty} \tau^{*,\text{winst}} = \frac{\tau d}{g+d} = \frac{\tau d}{r}$ . In dat geval wordt alleen het aandeel van dividend in het totale rendement in de limiet effectief belast. Indien aandelen helemaal geen dividendrendement opleveren, dan gaat de effectieve belastingdruk naar nul. De belasting op de waardeinstijging lost op in de verdiscontering van inkomsten die oneindig ver in de toekomst liggen. Een vermogenswinstbelasting introduceert dus een potentieel grote wig tussen het statutaire tarief  $\tau$  en het effectieve tarief  $\tau^{*,\text{winst}}$ , die groeit met  $T$  en met de verhouding  $g/d$ .

De lagere effectieve tarieven van een vermogenswinstbelasting ten opzichte van een volledige aanwasbelasting kunnen worden geneutraliseerd met een retrospectieve vermogenswinstbelasting (Auerbach, 1991). In dat geval wordt nog steeds alleen belasting geheven bij winstrealisatie, maar kan een fiscale correctie worden toegepast die het hele fiscale voordeel neutraliseert. Die fiscale correctie kan worden vormgegeven als een tarief dat afhangt van de houdperiode, het totaalrendement en de waardeinstijging. Dit is met name relevant voor onroerend goed in box 3,

<sup>9</sup>Stel  $\alpha = (1+g)/(1+r)$ , dan is de eerste sommatie gelijk aan  $\tau[1 - \alpha^T]$  en de tweede sommatie gelijk aan  $\tau[\alpha^T - (1+r)^{-T}]$ . De  $\alpha^T$ -termen vallen dan tegen elkaar weg.

waarvoor het wetsvoorstel een vermogenswinstbelasting introduceert. De overheid beschikt echter over de benodigde informatie om daar een retrospectieve vermogenswinstbelasting te heffen.

Stel dat een vermogensbestanddeel dat op tijdstip 0 wordt gekocht voor  $P_0$  en na  $T$  perioden wordt verkocht voor  $P_T = P_0(1 + g)^T$ , waar  $g$  de jaarlijkse nominale waardeestijging is. In lijn met de bovenstaande analyse en het wetsvoorstel wordt aangenomen dat de netto huurinkomsten  $dP_{t-1}$  jaarlijks worden belast onder de vermogenswinstbelasting. Het fiscale voordeel van uitstel gaat dan uitsluitend over de waardeestijging. Onder een (hypothetische) aanwasbelasting tegen tarief  $\tau$  op de jaarlijkse waardeestijging wordt per periode  $t$  een belasting van  $\tau(P_t - P_{t-1})$  over de waardeestijging geheven. Het netto vermogen groeit dan aan met  $g(1 - \tau)$ . De belegger heeft dan op tijdstip  $T$  een vermogen van:

$$W_T^{\text{aanwas}} = P_0 (1 + g(1 - \tau))^T. \quad (3)$$

De retrospectieve vermogenswinstbelasting,  $\mathcal{T}^*$ , is gelijk aan de belasting die het netto vermogen van de belegger gelijkstelt aan het vermogen bij een vermogensaanwasbelasting (3):

$$P_T - \mathcal{T}^* = P_0(1 + g(1 - \tau))^T \implies \mathcal{T}^* = P_0 \left[ (1 + g)^T - (1 + g(1 - \tau))^T \right].$$

Het tarief van de retrospectieve vermogenswinstbelasting over de waardeestijging  $P_T - P_0 = P_0[(1 + g)^T - 1]$  is dan gelijk aan:<sup>10</sup>

$$t_{\text{winst}}^*(T, g, \tau) = \frac{\mathcal{T}^*}{P_T - P_0} = \frac{(1 + g)^T - (1 + g(1 - \tau))^T}{(1 + g)^T - 1}. \quad (4)$$

Het tarief is hoger naarmate het vermogensbestanddeel langer in bezit is en de groeivoet van de waardeestijging  $g$  hoger is. Bij  $T = 1$  is er geen voordeel van uitstel en geldt dat  $t_{\text{winst}}^* = \tau$ . Als oneindig lang wordt uitgesteld, d.w.z.  $T \rightarrow \infty$ , wordt het tarief in de limiet gelijk aan  $t_{\text{winst}}^* \rightarrow 100\%$ . In de limiet moet de hele gerealiseerde vermogenswinst worden afgeroomd om decennia aan onbelaste vermogensaanwas te compenseren.

## 4 Numerieke illustratie effectieve tarieven

Een numerieke illustratie wordt gegeven van het effectieve tarief onder een vermogenswinstbelasting. Het huidige tarief in box 3 van  $\tau = 36\%$  is het statutaire tarief. Stel een aandeelhouder belegt in de MSCI World Index van 1.300 large- en mid-cap aandelen in 23 ontwikkelde landen. De historische rendementen van aandelen in ontwikkelde landen in de MSCI World Index zijn  $r = 9\%$  nominaal. Daarvan is de historische waardeestijging  $g = 7\%$  en het historische dividendrendement  $d = 2\%$ .<sup>11</sup>

Figuur 1 laat zien hoe hoog het effectieve tarief op een aandeel is als functie van de houdperiode. Bij een statutair tarief van  $36\%$  is het effectieve tarief na een houdperiode van 10 jaar geen  $36$  maar  $27,3\%$ . Bij een houdperiode van 20 jaar is dat verder gedaald naar  $21,2\%$ . Als het aandeel geen dividendrendement heeft en alleen nog maar waardeestijging, daalt het effectieve tarief naar  $17,9\%$  voor een beleggingshorizon van 20 jaar.<sup>12</sup> Het statutaire tarief is  $36\%$ , terwijl

<sup>10</sup>In continue tijd convergeert vergelijking (4) naar de originele formule van Auerbach (1991):

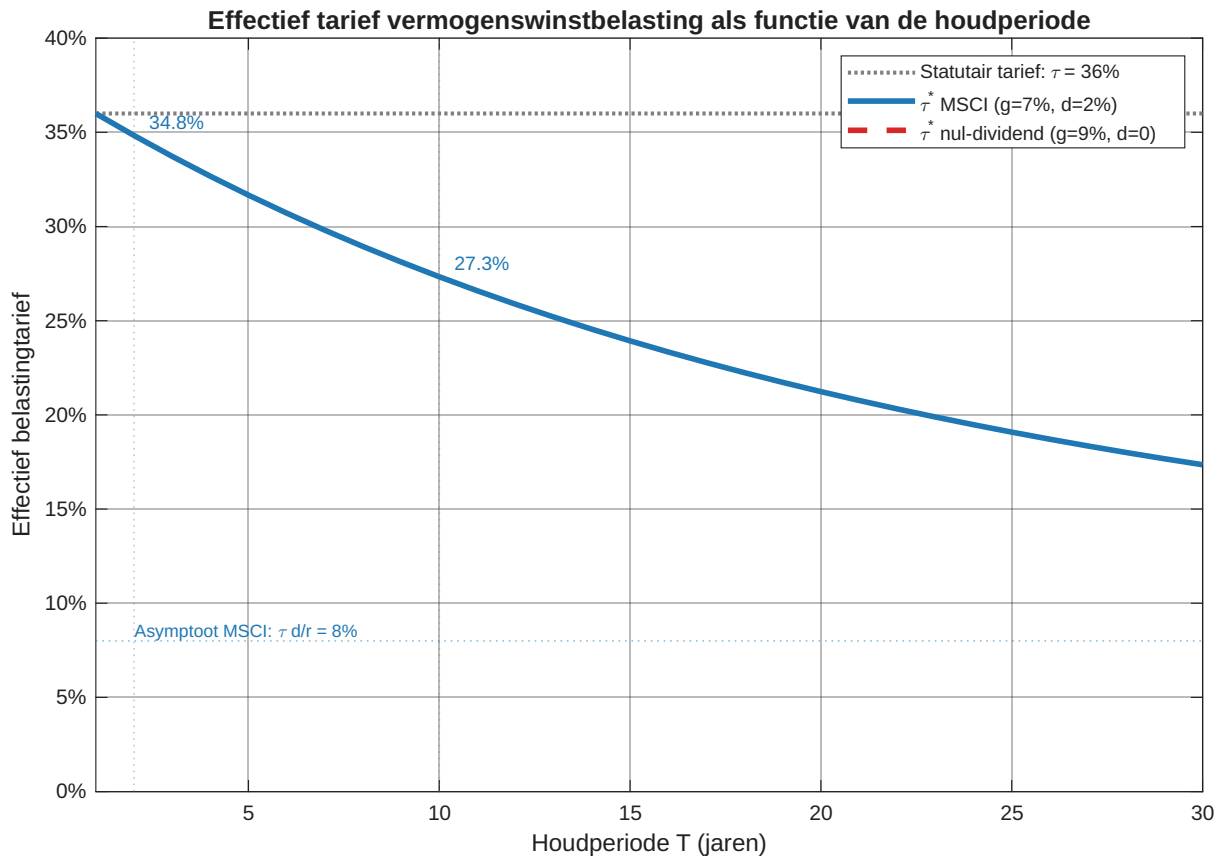
$$t_{\text{winst, continu}}^*(T, g, \tau) = \frac{1 - e^{-g\tau T}}{1 - e^{-gT}} = \frac{1 - R^{-\tau}}{1 - R^{-1}}, \quad R = P_T/P_0.$$

Onder de aannames van dit artikel ( $g = 4\%$ ,  $\tau = 36\%$ ) is het kwantitatieve verschil tussen de discrete en continue uitdrukking klein (circa  $0,5-1,0$  procentpunt).

<sup>11</sup>Deze rendementen zijn in lijn met aandelen in de AEX-index. Aandelen in de AEX hebben een vergelijkbare koersstijging en een iets hoger dividendrendement dan aandelen in de MSCI-index, zie Euronext (2025).

<sup>12</sup>Bij deze berekening wordt dezelfde discontovoet  $r = 9\%$  aangehouden als in het basisscenario met  $d = 2\%$ , om de gevoeligheid voor uitsluitend de uitkeringsstructuur (dividend versus koerswinst) te tonen bij een gegeven totaalrendement.

het effectieve tarief daalt naarmate de houdperiode toeneemt. Bij nul dividendrendement daalt het effectieve tarief monotoon richting nul. Bij een dividendrendement van 2% convergeert het naar  $\tau d/r = 8\%$ .



Figuur 1: Effectief belastingtarief als functie van de houdperiode

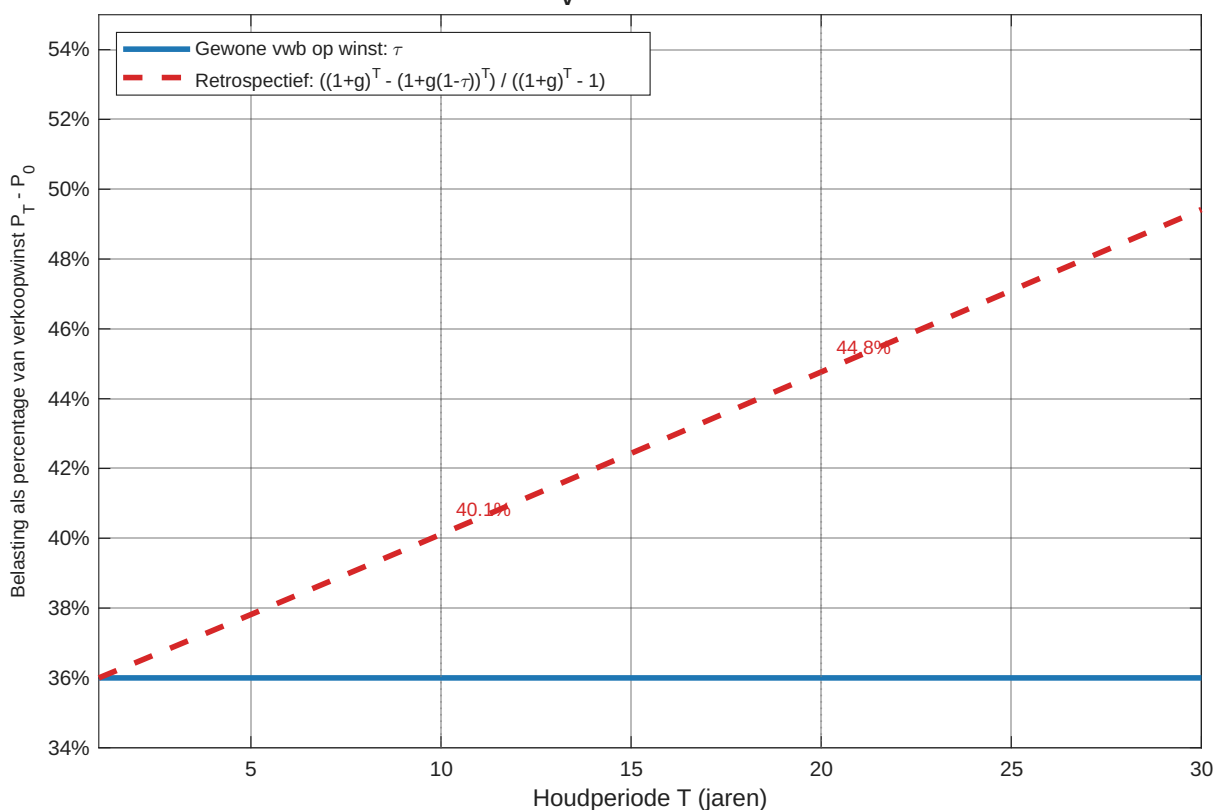
De formule en figuur laten zien dat twee beleggers met een gelijk vermogen en gelijk bruto rendement op hun beleggingen, maar verschillende beleggingsvoorkeuren een heel ander effectief tarief hebben door verschillen in de houdperiode  $T$  en het soort aandelen waarin ze beleggen met relatief veel of weinig dividendrendement ( $d/g$ ). Ook beleggers die veilig beleggen (sparen, obligaties), en dus altijd direct belasting betalen onder een vermogenswinstbelasting, worden gediscrimineerd ten opzichte van beleggers die in aandelen beleggen en belasting over winstrealisatie kunnen uitstellen. Tot slot worden minder vermogende beleggers gediscrimineerd ten opzichte van meer vermogende beleggers als die laatsten meer in aandelen dan in risicovrije vermogensbestanddelen beleggen, hetgeen empirisch het geval is.

Figuur 2 illustreert de tarieven van een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed bij  $g_v = 4\%$  en  $\tau = 36\%$  bij verschillende houdperiodes. De gewone vermogenswinstbelasting is bij constructie gelijk aan het statutaire tarief van 36%. De retrospectieve vermogenswinstbelasting loopt op met de houdperiode om het uitstelvoordeel te compenseren. Bij  $T = 10$  jaar moet het tarief 4,1 procentpunten hoger zijn om equivalent te zijn aan een aanwasbelasting (40,1%), bij  $T = 20$  jaar 8,8 procentpunten (44,8%), en bij  $T = 30$  jaar zelfs 13,4 procentpunten (49,4%).

## 5 Cohortmodel

In deze sectie wordt het cohortmodel geïntroduceerd waarmee hierna de budgettaire effecten van verschillende belastingstelsels worden geschat. Paragraaf 5.1 geeft de opzet en notatie. Daarna worden de jaarlijkse belastingopbrengsten afgeleid voor een vermogensaanwasbelasting (paragraaf

## Retrospectieve vs. gewone vermogenswinstbelasting op onroerend goed ( $g_v = 4\%$ , $\tau = 36\%$ )



Figuur 2: Effectief tarief vermogenswinst onroerend goed: gewone vermogenswinstbelasting (blauw) versus retrospectieve vermogenswinstbelasting (rood, gestippeld).

5.2) en een vermogenswinstbelasting (paragraaf 5.3), met daaruit volgend de geometrische cohortaandelen (paragraaf 5.4), de opbrengst over het dividenddeel van het rendement (paragraaf 5.5), de steady-state opbrengst (paragraaf 5.6) en de retrospectieve vermogenswinstbelasting (paragraaf 5.7). Vervolgens worden de uitkomsten geaggregeerd over de vijf vermogenscategorieën in box 3 (vier soorten bezittingen plus schulden, paragraaf 5.8), wordt het opbrengstpad per stelsel gegeven (paragraaf 5.9) en wordt de cumulatieve opbrengst (paragraaf 5.10) en de contante waarde (paragraaf 5.11) afgeleid.

### 5.1 Opzet en notatie

Het cohortmodel wordt eerst geïntroduceerd voor één vermogensbestanddeel. In box 3 worden vier vermogensbestanddelen onderscheiden plus schulden:  $k \in \{s, a, o, v, S\}$ , met sparen (en overig) ( $s$ ), aandelen ( $a$ ), obligaties ( $o$ ), onroerend goed ( $v$ ) en schulden ( $S$ ). Voor elk vermogensbestanddeel geldt een eigen houdperiode  $T_k$ , waardestijging  $g_k$  en direct rendement (rente, dividend, huur)  $d_k$ . Voor sparen en obligaties is alleen het directe rendement relevant ( $g_s = g_o = 0$ ); voor aandelen en onroerend goed bestaat het rendement uit zowel waardestijging als direct rendement, en is de cohortstructuur met houdperiode  $T_a = 2$  respectievelijk  $T_v = 10$  van toepassing. Schulden zijn economisch vergelijkbaar met sparen en obligaties: de waardestijging is nul ( $g_S = 0$ ), alleen het directe rendement (de werkelijk betaalde rente  $r_S$ ) speelt een rol in de berekeningen. Het belegde vermogen in deze categorie is bij constructie negatief,  $W^S = -S$  met  $S$  het totaal aan box 3-schulden. Aan het eind van deze sectie worden de vijf categorieën samengevoegd tot de totale grondslag in box 3. Voor ieder vermogensbestanddeel  $k$  wordt de volgende notatie gehanteerd:

- $c$ : cohort-index, gelijk aan het aankoopjaar van de vermogensbestanddelen van een bepaald

cohort voor vermogensbestanddeel  $k$ .

- $t$ : tijdstip in jaren na invoering, met  $t = 0$  als moment van invoering.
- $V_{c,t}^k$ : marktwaarde van het belegde vermogensbestanddeel  $k$  in cohort  $c$  op tijdstip  $t$ , gedefinieerd voor  $c \leq t \leq c + T_k$ , relevant voor een vermogensaanwasbelasting.
- $B_{c,t}^k$ : fiscale boekwaarde van het belegde vermogensbestanddeel  $k$  in cohort  $c$  op tijdstip  $t$ , relevant voor een vermogenswinstbelasting.
- $W_t^k = \sum_c V_{c,t}^k$ : totale marktwaarde van het belegde vermogensbestanddeel  $k$  op tijdstip  $t$ .
- $V_0^k$ : nominale verkrijgingsprijs van vermogensbestanddeel  $k$ .
- $\tau$ : statutair tarief in box 3 ( $\tau = 36\%$ ).

**Cohortstructuur.** Beleggingen in cohort  $c$  in vermogensbestanddeel  $k$  zijn aangekocht op tijdstip  $t = c$  tegen  $V_0^k$  en worden verkocht op tijdstip  $t = c + T_k$ . De marktwaarde van het belegd vermogen groeit geometrisch (met een constant percentage):

$$V_{c,t}^k = V_0^k(1 + g_k)^{t-c}, \quad c \leq t \leq c + T_k. \quad (5)$$

**Stationaire portefeuille per categorie.** Voor aandelen ( $k = a$ ) en onroerend goed ( $k = v$ ) verschijnt in elk jaar één nieuw beleggingscohort dat vermogensbestanddelen aankoopt en verdwijnt er een beleggingscohort waarvan de vermogensbestanddelen worden verkocht. Op tijdstip  $t$  bestaat het belegd vermogen van vermogensbestanddeel  $k$  uit de portefeuilles van  $T_k$  cohorten  $c \in \{t - T_k + 1, t - T_k + 2, \dots, t\}$ . De totale waarde van het vermogen in vermogensbestanddeel  $k$  volgt uit een meetkundige reeks:

$$W_t^k = \sum_{c=t-T_k+1}^t V_{c,t}^k = V_0^k \frac{(1 + g_k)^{T_k} - 1}{g_k}. \quad (6)$$

Aangezien deze niet van  $t$  afhangt, geldt  $W_t^k = W^k$  voor alle  $t \geq 0$ . Voor sparen en obligaties met  $g_k = 0$  vereenvoudigt dit tot  $W^k = T_k V_0^k$ , of equivalent: het belegd vermogen  $W^k$  is constant en de cohortstructuur speelt geen rol omdat er geen ongerealiseerde vermogenswinsten ontstaan.

De kernaanname van het cohortmodel is dat, door de veronderstelling van constante groei-voeten van vermogenswinsten, alle beleggingscohorten eenvoudig kunnen worden geaggregeerd en de belastinggrondslag bijgevolg constant blijft. Dit is natuurlijk een sterke aanname, want deze groei-voeten zijn empirisch niet constant. Echter, voor een ex ante inschatting van de verwachte, gemiddelde belastingopbrengsten is dit een verdedigbare aanname die niet anders is dan bijvoorbeeld het aannemen van een constant rendement op spaargeld of obligaties.<sup>13</sup>

**Opstapregeling ('step-up') bij invoering.** Bij invoering van het nieuwe stelsel op  $t = 0$  wordt voor alle cohorten met vermogensbestanddeel  $k$  de fiscale boekwaarde van alle beleggingen gelijkgesteld aan de marktwaarde op dat moment:

$$B_{c,0}^k = V_{c,0}^k = V_0^k(1 + g_k)^{-c}, \quad c \in \{-T_k + 1, \dots, 0\}. \quad (7)$$

Dit is conform het huidige wetsvoorstel voor onroerend goed. Aangenomen wordt dat dit ook zal gelden voor aandelen – als daar een vermogenswinstbelasting zou worden geheven – en geen belasting zal worden geheven over ongerealiseerde vermogenswinsten die in het verleden zijn opgebouwd.<sup>14</sup> Waardestijgingen op vermogensbestanddelen tot aan de invoering van het nieuwe

<sup>13</sup>Dit model maakt gebruik van dezelfde methode als Blanchard (1985) om te komen tot een analytisch traceerbaar model van overlappende generaties.

<sup>14</sup>Dit is ook uitvoeringstechnisch gecompliceerd, omdat niet alle histories van verkrijgingsprijzen van aandelen bekend zullen zijn bij beleggers en belastingdienst. Bovendien belast box 3 al de fictieve waarde-  
stijging, waardoor een vermogenswinstbelasting over niet-gerealiseerde waarde-  
stijging uit het verleden zou leiden tot dubbele belastingheffing over inkomen dat in het verleden al is belast, hetgeen juridisch niet houdbaar is.

systeem zijn daarom definitief onbelast of er nu een vermogensaanwas- of -winstbelasting wordt geheven. Vermogensbestanddelen van cohorten die zijn aangekocht na de invoering ( $c \geq 1$ ) van het nieuwe stelsel hebben als boekwaarde hun werkelijke aankoopwaarde:

$$B_{c,c}^k = V_{c,c}^k = V_0^k, \quad c \geq 1. \quad (8)$$

**Aggregatie naar de totale grondslag in box 3.** De totale grondslag in box 3  $\mathcal{B}$  op tijdstip  $t$  is de som van het vermogen in de vijf vermogensbestanddelen:

$$\mathcal{B} = \sum_k W^k = (\omega_s + \omega_a + \omega_o + \omega_v + \omega_S)\mathcal{B}, \quad (9)$$

waarbij het portfoliogewicht van vermogensbestanddeel  $k$  gelijk is aan:  $\omega_k \equiv W^k/\mathcal{B}$ . Voor sparen, aandelen, obligaties en onroerend goed is het portfolio-aandeel positief ( $\omega_k > 0$ ). Het vermogen uit schulden is negatief ( $W^S = -\mathcal{S} < 0$ ), net als het portfolio-aandeel van schulden in box 3 ( $\omega_S < 0$ ). De vijf portfoliogewichten worden geschat in paragraaf 6.1.

## 5.2 Vermogensaanwasbelasting

De vermogensaanwasbelasting belast jaarlijks zowel de vermogensaanwas (het ‘‘g-deel’’) als de dividenden/huren (het ‘‘d-deel’’) van het rendement op de marktwaarde van de belegde vermogens van *elk* cohort:

$$A_{c,t}^k = \tau(g_k + d_k)V_{c,t}^k = \tau(g_k + d_k)V_0^k(1 + g_k)^{t-c}. \quad (10)$$

De totale jaarlijkse belastingopbrengst is daarom de som van belastingopbrengsten over de vermogens van alle cohorten:

$$A_t^k = \sum_{c=t-T_k+1}^t A_{c,t}^k = \tau(g_k + d_k)V_0^k \sum_{j=0}^{T_k-1} (1 + g_k)^j = \tau(g_k + d_k)W^k. \quad (11)$$

Hieruit volgt dat de aggregatie over alle cohorten eenvoudig is dankzij de geometrische cohort-gewichten. De opbrengst van de vermogensaanwasbelasting is constant in tijd: vanaf jaar  $t = 1$  is deze direct op steady-state niveau.

## 5.3 Vermogenswinstbelasting

In jaar  $t \geq 1$  wordt het vermogen in cohort  $c = t - T$  verkocht. De gerealiseerde vermogenswinst bedraagt dan:

$$\Delta_{c,t}^k = V_{c,t}^k - B_{c,\max(c,0)}^k. \quad (12)$$

Twee regimes worden onderscheiden.

**Pre-transitie cohorten** ( $t \leq T_k$ , dus  $c = t - T_k \leq 0$ ). Uit de boekwaarde in vgl. (7) en de marktwaarde uit vgl. (5) volgt:

$$\begin{aligned} \Delta_{c,t}^k &= V_0^k(1 + g_k)^{t-c} - V_0^k(1 + g_k)^{-c} = V_0^k(1 + g_k)^{-c} \left[ (1 + g_k)^t - 1 \right] \\ &= V_0^k(1 + g_k)^{T_k-t} \left[ (1 + g_k)^t - 1 \right] = V_0^k \left[ (1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k)^{T_k-t} \right]. \end{aligned} \quad (13)$$

**Post-transitie cohorten** ( $t > T_k$ , dus  $c \geq 1$ ). Met boekwaarde  $V_0^k$  volgt:

$$\Delta_{c,t}^k = V_0^k(1 + g_k)^{T_k} - V_0^k = V_0^k \left[ (1 + g_k)^{T_k} - 1 \right]. \quad (14)$$

## 5.4 Geometrische cohortaandelen

De verhouding van de belastingopbrengst over vermogenswinsten in transitiejaar  $t \leq T_k$  en het structurele, steady-state niveau van de belastingopbrengst ( $t > T_k$ ) volgt direct uit vgl. (13) en (14):

$$\phi(t, T_k, g_k) = \frac{\Delta_{c,t}^k |_{c=t-T_k}}{\Delta_{c,t}^k |_{c \geq 1}} = \frac{(1+g_k)^{T_k} - (1+g_k)^{T_k-t}}{(1+g_k)^{T_k} - 1} = \frac{1 - (1+g_k)^{-t}}{1 - (1+g_k)^{-T_k}} \quad (15)$$

voor  $1 \leq t \leq T_k$ , en  $\phi(t, T_k, g_k) = 1$  voor  $t > T_k$ .

De fractie  $\phi$  corrigeert de opbrengst gedurende de transitie, omdat niet alle opgebouwde ongerealiseerde vermogenswinsten onder het nieuwe stelsel vallen. Het vermogen van een cohort dat in jaar  $t$  wordt verkocht heeft een houdperiode na de invoering van het nieuwe belastingstelsel van  $t$  jaren (in plaats van  $T_k$ ). De geometrische groei van het belegd vermogen in deze categorie in die kortere periode levert een evenredig kleinere belastbare vermogenswinst op dan voor een cohort dat volle  $T_k$ -jaars houdperiode heeft, zoals in de steady state.

## 5.5 Het d-deel van het rendement

Het direct uitgekeerde rendement (rente, dividend, huur) wordt in alle stelsels jaarlijks belast op de marktwaarde van *alle* cohorten voor dit vermogensbestanddeel:

$$D_t^k = \sum_{c=t-T_k+1}^t \tau d_k V_{c,t}^k = \tau d_k W^k. \quad (16)$$

Onder een vermogenswinstbelasting met opstapregeling bij invoering is er voor het d-deel geen transitie-effect:  $D_t^k = \tau d_k W^k$  vanaf  $t = 1$ . Deze opbrengst is identiek aan die van een aanwasbelasting. Het transitiepad raakt uitsluitend het g-deel.

Voor schulden ( $k = S$ ) geldt  $g_S = 0$  en  $W^S = -\mathcal{S}$ , zodat het d-deel van de grondslag in box 3 negatief is:

$$D_t^S = \tau r_S W^S = -\tau r_S \mathcal{S}. \quad (17)$$

De renteaftrek wordt in alle in dit artikel doorgerekende stelsels identiek behandeld. Bij zowel een vermogensaanwas- als een vermogenswinstbelasting wordt de werkelijke betaalde rente jaarlijks als negatief inkomen beschouwd, zonder mogelijkheden tot uitstel, opstap of retrospectieve correcties. Schulden dragen daarom *alleen* via dit constante d-deel bij aan de totale belastingopbrengst van ieder stelsel. Schulden hebben *geen* invloed op de verschillen in de structurele opbrengsten onder verschillende stelsels en de geschatte kosten van de transitie.

## 5.6 Steady-state opbrengst van een vermogenswinstbelasting

Onder een vermogenswinstbelasting met statutair tarief  $\tau$  op gerealiseerde vermogenswinsten geldt voor elk post-transitie cohort ( $c \geq 1$ ) volgens vgl. (14) dat de vermogenswinst bij verkoop  $V_0^k [(1+g_k)^{T_k} - 1]$  bedraagt. In de steady state ( $t > T_k$ ) wordt jaarlijks de vermogenswinst van exact één cohort gerealiseerd, zodat de jaarlijkse belastingopbrengst over vermogenswinsten in de steady state  $G_{ss}^{\text{vwb},k}$  gelijk is aan:

$$G_{ss}^{\text{vwb},k} = \tau V_0^k [(1+g_k)^{T_k} - 1]. \quad (18)$$

Met behulp van vgl. (6) kan het belegd vermogen  $W^k$  in vermogensbestanddeel  $k$  worden ingevuld:

$$G_{ss}^{\text{vwb},k} = \tau V_0^k [(1+g_k)^{T_k} - 1] = \tau g_k W^k. \quad (19)$$

Samen met de jaarlijkse belasting op het d-deel ( $D_t^k = \tau d_k W^k$ ) levert dit een totale steady-state belastingopbrengst op van  $\tau(g_k + d_k)W^k$ , wat *exact gelijk* is aan de aanwasbelasting in (11).

Dat de opbrengsten gelijk zijn, is geen toeval: in de steady state wordt jaarlijks de vermogenswinst van één cohort gerealiseerd waarop over de volle houdperiode  $T_k$  vermogenswinst is opgebouwd, terwijl onder een vermogensaanwasbelasting in datzelfde jaar over alle  $T_k$  beleggingscohorten de jaarlijkse waardestijging wordt belast. De geometrische sommatie over cohorten in (6) laat zien dat beide stelsels tot dezelfde structurele opbrengst leiden.

Het laatste resultaat is paradoxaal, want het effectieve tarief  $\tau^*$  uit vgl. (2) is immers lager dan het statutaire tarief  $\tau$ . De reden is dat de belastingopbrengsten per cohort over alle jaren gemeten niet hetzelfde zijn als de opbrengsten over alle cohorten in een bepaald jaar. Het effectieve tarief is een maat voor de contante waarde van belastingen gedeeld door de contante waarde van alle rendementen *per cohort* over alle jaren gemeten. Het belastingvoordeel verlaagt zo de contante waarde van de betaalde belastingen per cohort. De steady state opbrengst sommeert de betaalde belastingen over alle cohorten *per jaar* gemeten.

Een voorbeeld kan deze paradox verhelderen. Beschouw een beleggingscohort dat vermogen in jaar 0 heeft aangekocht voor  $V_0 = 100$ , met  $g = 7\%$ ,  $T = 5$  en  $\tau = 36\%$ . Onder een vermogensaanwasbelasting betaalt dit cohort jaarlijks belasting over de waardestijging: 2,52, 2,70, 2,88, 3,09 en 3,30 in jaar 1 tot en met 5, samen 14,49. Onder een vermogenswinstbelasting betaalt dit cohort in jaar 5 het volledige bedrag van  $0,36 \times (1,07^5 - 1) \times 100 = 14,49$ . De *nominale* belasting per cohort is identiek. In de steady state bestaat de grondslag van box 3 echter uit het vermogen van vijf beleggingscohorten naast elkaar, met leeftijden 1, 2, ..., 5. In een willekeurig jaar betaalt elk cohort onder een vermogensaanwasbelasting over zijn jaarlijkse waardestijging (samen 14,49). Onder een vermogenswinstbelasting betaalt alleen het cohort dat in dat jaar zijn beleggingen verkoopt (de volle 14,49 over de opgebouwde vermogenswinst), terwijl de jongere cohorten niets betalen omdat ze nog geen winsten hebben gerealiseerd. De jaarlijkse opbrengst voor de overheid is in beide stelsels precies hetzelfde: 14,49.

Het uitstelvoordeel zit niet in de jaarlijkse overheidsopbrengst, maar in de contante waarde van belastingbetalingen voor de individuele belegger. Het uitstel van belastingheffing verlaagt de contante waarde voor de belegger, omdat door discontering een euro belasting in de toekomst minder waard is dan een euro belasting nu.

Het uitstelvoordeel komt wel tot uitdrukking in belastingderving op het transitiepad gedurende de eerste  $T_k$  jaar na invoering. De overheid belast de in de eerste jaren na invoering opgebouwde, maar niet gerealiseerde, vermogenswinsten niet.

## 5.7 Retrospectieve vermogenswinstbelasting

Onder een retrospectieve vermogenswinstbelasting is het effectieve tarief op gerealiseerde vermogenswinsten een functie van de houdperiode na invoering van het nieuwe systeem en een correctieterm die het uitstelvoordeel exact wegbelast. Voor een cohort met houdperiode  $T_k$  na de invoering is het tarief van de retrospectieve vermogenswinstbelasting gelijk aan:

$$\tau_R(T_k, g_k, \tau) = \frac{(1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k(1 - \tau))^{T_k}}{(1 + g_k)^{T_k} - 1}. \quad (20)$$

Bij dit tarief houdt een belegger hetzelfde netto eindvermogen over als onder een aanwasbelasting met statutair tarief  $\tau$  over diezelfde periode  $T_k$ .

In jaar  $t \leq T_k$  wordt het vermogen van cohort  $c = t - T_k$  verkocht. Vanwege de opstapregeling heeft dit cohort een fiscale boekwaarde  $V_{c,0}^k = V_0^k(1 + g_k)^{T_k - t}$  en een marktwaarde  $V_{c,t}^k = V_0^k(1 + g_k)^{T_k}$ , dus een gerealiseerde vermogenswinst van  $V_0^k[(1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k)^{T_k - t}]$ . De post-transitie houdperiode bedraagt  $t$  jaar. De belastingopbrengst is dan:

$$\begin{aligned} G_t^{\text{retro},k} &= \tau_R(t, g_k, \tau) V_0^k [(1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k)^{T_k - t}] \\ &= V_0^k [(1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k)^{T_k - t} (1 + g_k(1 - \tau))^t]. \end{aligned} \quad (21)$$

In de steady state ( $t > T_k$ ) heeft ieder cohort dat zijn vermogenswinst realiseert een volle houdperiode  $T_k$ , zodat de jaarlijkse belastingopbrengst gelijk is aan:

$$\begin{aligned} G_t^{\text{retro},ss,k} &= V_0^k [(1 + g_k)^{T_k} - (1 + g_k(1 - \tau))^{T_k}] \\ &= \tau_R(T_k, g_k, \tau) V_0^k [(1 + g_k)^{T_k} - 1] = (\tau_R/\tau) \tau g_k W^k. \end{aligned} \quad (22)$$

Waar de laatste stap volgt uit vgl. (19). Doordat de retrospectieve vermogenswinstbelasting boven het statutaire tarief ligt ( $\tau_R > \tau$ ), is de jaarlijkse belastingopbrengst bij een retrospectieve vermogenswinstbelasting structureel *hoger* dan bij een vermogensaanwasbelasting. Voor onroerend goed met  $T_v = 10$  en  $g_v = 4\%$  bedraagt de ratio  $\tau_R/\tau \approx 1,11$ .

Dit verschil in belastingopbrengst van een retrospectieve vermogenswinstbelasting en vermogensaanwasbelasting in de steady state is consistent met de equivalentie van de contante waarde van beide belastingen voor ieder cohort. De belastingopbrengsten over alle jaren binnen een cohort zijn opnieuw niet hetzelfde als de belastingopbrengsten over alle cohorten binnen een jaar. Bij een vermogensaanwasbelasting wordt dezelfde belasting in  $T_k$  jaarlijkse porties geheven zonder dat daarover rente wordt berekend. Bij een retrospectieve vermogenswinstbelasting wordt de hele belasting op één moment (bij verkoop) geïnd, inclusief de contante waarde van het belastingvoordeel van uitstel. Bij constructie is een retrospectieve vermogenswinstbelasting voor het individuele cohort equivalent in contante waarde aan een vermogensaanwasbelasting met hetzelfde statutaire tarief. Maar als de opbrengst over alle cohorten wordt geaggregeerd, resulteert dit in een hogere opbrengst voor de overheid bij een retrospectieve vermogenswinstbelasting in de steady state.

De fractie van de steady-state opbrengst in transitiejaar  $t \leq T_k$  volgt uit (21) en (22):

$$\phi^{\text{retro}}(t, T_k, g_k, \tau) = \frac{G_t^{\text{retro},k}}{G_t^{\text{retro},ss,k}} = \frac{1 - \beta^t}{1 - \beta^{T_k}}, \quad \beta = \frac{1 + g(1 - \tau)}{1 + g}. \quad (23)$$

voor  $1 \leq t \leq T_k$ , en  $\phi^{\text{retro}}(t, T_k, g_k, \tau) = 1$  voor  $t > T_k$ . De structuur is geometrisch zoals in (15), maar met basis  $\beta$  in plaats van  $(1 + g_k)^{-1}$ . Aangezien  $\beta > (1 + g_k)^{-1}$  ligt  $\phi^{\text{retro}}(t)$  in de transitie iets onder  $\phi(t)$ : de retrospectieve transitie verloopt langzamer dan de gewone transitie met een vermogenswinstbelasting.

## 5.8 Aggregatie over alle vermogensbestanddelen

De voorgaande afleidingen gelden voor ieder vermogensbestanddeel  $k$ . Voor het belegd vermogen in vermogensbestanddeel  $k$  geldt  $W^k = \omega_k \mathcal{B}$  uit vgl. (9), met  $\mathcal{B}$  de totale grondslag in box 3 en  $\omega_k$  het portfoliogewicht.

Definieer per vermogensbestanddeel de steady-state opbrengst van de belasting op het g-deel en het d-deel:

$$A_g^{(k)} = \tau g_k \omega_k \mathcal{B}, \quad D_d^{(k)} = \tau d_k \omega_k \mathcal{B}. \quad (24)$$

Voor sparen en obligaties geldt  $g_k = 0$  (alle rendement wordt direct uitgekeerd), zodat alleen het d-deel relevant is. Voor aandelen ( $T_a = 2$ ,  $g_a = 7\%$ ,  $d_a = 2\%$ ) en onroerend goed ( $T_v = 10$ ,  $g_v = 4\%$ ,  $d_v = 3,5\%$ ) is er een g-deel waarop de transitie van toepassing kan zijn. Voor schulden geldt  $g_s = 0$  en  $\omega_s < 0$ , zodat  $A_g^{(s)} = 0$  en  $D_d^{(s)} = \tau r_s \omega_s \mathcal{B} < 0$ .

De belastingopbrengsten worden in alle stelsels bepaald door de opbrengsten voor alle vermogensbestanddelen  $k \in \{s, a, o, v, S\}$  te aggregeren. De transitie- en retrospectieve correcties op het g-deel worden uitsluitend voor aandelen en onroerend goed ( $k \in \{a, v\}$ ) gemaakt. Onder een gewone vermogenswinstbelasting met opstapregeling bij invoering convergeert de opbrengst op het g-deel volgens vgl. (19) naar  $A_g^{(k)}$ . Onder een retrospectieve vermogenswinstbelasting convergeert de opbrengst van vermogensbestanddeel  $k \in \{a, v\}$  naar:

$$A_g^{(k),\text{retro}} = \frac{\tau_R(T_k, g_k, \tau)}{\tau} A_g^{(k)}, \quad (25)$$

met  $\tau_R$  uit vgl. (20).

## 5.9 Opbrengstpaden

Met behulp van  $\phi$  uit vgl. (15) en  $\phi^{\text{retro}}$  uit vgl. (23) kunnen de jaarlijkse opbrengsten voor de verschillende stelsels in jaar  $t$  worden bepaald.

**Volledige vermogensaanwasbelasting.**

$$R_t^{\text{aanwas}} = \sum_k (A_g^{(k)} + D_d^{(k)}), \quad t \geq 1. \quad (26)$$

**Wetsvoorstel box 3.** Sparen, aandelen en obligaties worden direct op aanwas belast. Alleen het g-deel van onroerend goed kent een transitiepad:

$$R_t^{\text{wets}} = A_g^{(a)} + \sum_k D_d^{(k)} + \phi(t, T_v, g_v) A_g^{(v)}. \quad (27)$$

**Volledige vermogenswinstbelasting.** Aandelen en onroerend goed kennen elk hun eigen transitiepad:

$$R_t^{\text{vwb}} = \sum_k D_d^{(k)} + \phi(t, T_a, g_a) A_g^{(a)} + \phi(t, T_v, g_v) A_g^{(v)}. \quad (28)$$

**Wetsvoorstel box 3 + retrospectieve vermogenswinstbelasting onroerend goed.** Het g-deel van onroerend goed convergeert naar het hogere niveau  $A_g^{(v),\text{retro}}$  via de retrospectieve transitiefractie:

$$R_t^{\text{wets+retro}} = A_g^{(a)} + \sum_k D_d^{(k)} + \phi^{\text{retro}}(t, T_v, g_v, \tau) A_g^{(v),\text{retro}}. \quad (29)$$

In alle vier stelsels convergeert de belastingopbrengst op het d-deel meteen naar  $\sum_k D_d^{(k)}$ . De verschillen tussen de stelsels zitten in (i) de snelheid waarmee het g-deel van aandelen en/of onroerend goed door de transitie naar het structurele niveau toegroeit, en (ii) de hoogte van het structurele niveau zelf – dat onder een retrospectieve vermogenswinstbelasting hoger ligt dan onder de gewone vermogenswinstbelasting door de rentecorrectie in  $\tau_R$ .

## 5.10 Cumulatieve opbrengsten

De cumulatieve opbrengst over een tijdshorizon  $H$  jaar onder stelsel  $X$  is:

$$R_{\text{cum}}^X(H) = \sum_{t=1}^H R_t^X, \quad (30)$$

waar  $X \in \{\text{vab}, \text{wetsvoorstel}, \text{vwb}, \text{wetsvoorstel+retro}\}$ .

Voor de transitie-bijdragen volgt een gesloten uitdrukking dankzij de geometrische sommatie van  $\phi$ . De term  $\mathcal{H} \equiv \sum_{t=1}^H \phi(t, T, g)$  meet het aantal jaren waarin de steady state belastingopbrengst wordt opgebracht in de eerste  $H$  jaar na invoering van het nieuwe stelsel. Onder een vermogensaanwasbelasting (waarvoor geen transitie-effect speelt) is dit per definitie gelijk aan  $H$ . Onder een vermogenswinstbelasting ligt de som lager. Het verschil  $H - \mathcal{H}$  is de cumulatieve transitie-derving gemeten als het aantal jaren gederfde belastingopbrengst in de steady state.

In drie stappen kunnen we  $\mathcal{H}$  bepalen. Vul in voor  $\phi(t, T, g)$  uit vgl. (15):

$$\mathcal{H} = \sum_{t=1}^H \phi(t, T, g) = \frac{1}{1 - (1+g)^{-T}} \sum_{t=1}^H [1 - (1+g)^{-t}] = H - \sum_{t=1}^H (1+g)^{-t}. \quad (31)$$

De tweede stap plaatst  $1/[1 - (1+g)^{-T}]$  buiten de sommatie en hangt niet van  $t$  af. Vervolgens wordt de som gesplitst. De eerste term ( $H$ ) is wat de overheid cumulatief zou ontvangen als alle

cohorten hun vermogen al een volle houdperiode  $T$  zouden hebben. De tweede term meet de ongerealiseerde vermogenswinst die vanwege de opstapregeling onbelast blijft. Een cohort dat zijn vermogen in jaar  $t$  verkoopt heeft slechts  $t$  jaar waardeinstijging na invoering (in plaats van  $T$ ), waardoor een deel  $(1+g)^{-t}$  van de vermogenswinst onbelast blijft. Deze laatste term is een standaard meetkundige reeks en gelijk aan de contante waarde van een  $H$ -jaars annuïteit van 1 euro per jaar, verdisconteerd met rentevoet  $g$ :

$$\sum_{t=1}^H (1+g)^{-t} = \frac{1 - (1+g)^{-H}}{g}. \quad (32)$$

Als vgl. (31)–(32) worden gecombineerd, kan een gesloten uitdrukking voor  $H \leq T$  worden gevonden:

$$\mathcal{H} = \sum_{t=1}^H \phi(t, T, g) = \frac{1}{1 - (1+g)^{-T}} \left[ H - \frac{1 - (1+g)^{-H}}{g} \right]. \quad (33)$$

Voor  $H > T$  is het vermogen van alle cohorten verkocht na jaar  $T$  na de invoering en geldt  $\phi(t, T, g) = 1$ , zodat:

$$\mathcal{H} = \sum_{t=1}^H \phi(t, T, g) = \sum_{t=1}^T \phi(t, T, g) + (H - T), \quad (34)$$

waarbij de eerste som volgt uit vgl. (33) met  $H = T$ . Een analoge gesloten vorm geldt voor  $\sum_{t=1}^H \phi^{\text{retro}}(t, T, g, \tau)$  met basis  $\beta$  uit vgl. (23) in plaats van  $(1+g)^{-1}$ .

**Numerieke illustratie.** Voor onroerend goed met  $T_v = 10$  en  $g_v = 4\%$  is de annuïteitenfactor over 10 jaar gelijk aan  $(1 - 1,04^{-10})/0,04 \approx 8,11$ , en de schaalfactor  $1/(1 - 1,04^{-10}) \approx 3,083$ . Het aantal jaren gedeerde steady state opbrengst is dan gelijk aan:

$$\mathcal{H} = \sum_{t=1}^{10} \phi(t, 10, 0,04) = 3,083[10 - 8,11] \approx 5,82.$$

Over de eerste 10 jaar krijgt de overheid op het  $g$ -deel van onroerend goed dus 5,82 jaar aan steady-state-opbrengsten in plaats van 10. Dit is een cumulatieve transitie-derving van  $10 - 5,82 = 4,18$  jaar aan  $A_g^{(v)}$ , ofwel circa  $4,18 \times 2,87 \approx 12$  mld euro over de eerste 10 jaar. Over een horizon van 20 jaar blijft de transitie-derving op deze 12 mld euro staan, omdat na jaar 10 alle cohorten post-transitie zijn en de opbrengst gelijk is aan een vermogensaanwasbelasting.

## 5.11 Contante waarde belastingopbrengst en de relatie met belastingderving per cohort

De contante waarde van de jaarlijkse belastingopbrengsten kan ook worden bepaald om een vergelijking te maken van de opbrengsten in alle stelsels. De belastingopbrengsten op elk vermogensbestanddeel  $k$  moeten dan wel worden verdisconteerd met het totaalrendement van dat vermogensbestanddeel:  $r_k = g_k + d_k$ .<sup>15</sup>

Voor sparen ( $r_s$ ) en obligaties ( $r_o$ ) geldt  $g_k = 0$ . Dus zijn er daar geen transitieverliezen in de opbrengsten en is de contante waarde van belastingderving gelijk aan nul. Hetzelfde geldt voor schulden.

Voor aandelen en onroerend goed is de contante waarde van de vermogensaanwasbelasting:

$$\text{PV}_k^{\text{aanwas}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{A_g^{(k)} + D_d^{(k)}}{(1+r_k)^t} = \frac{A_g^{(k)} + D_d^{(k)}}{r_k}. \quad (35)$$

<sup>15</sup>Het zou incorrect zijn om met uniforme discontvoet te disconteren omdat dan financiële arbitrage optreedt via het overheidsbudget. Het rendement  $r_k$  is de opportuniteitskost van uitgestelde belastingontvangsten op vermogensbestanddeel  $k$ . Zou de overheid die belastingontvangsten anders kunnen aanwenden om dezelfde activa aan te houden, dan zou ze precies hetzelfde rendement  $r_k$  kunnen behalen.

De contante waarde van een volledige vermogenswinstbelasting is:

$$PV_k^{\text{vwb}} = \frac{D_d^{(k)}}{r_k} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\phi(t, T_k, g_k) A_g^{(k)}}{(1+r_k)^t}. \quad (36)$$

Het d-deel wordt direct belast en geeft dezelfde contante waarde als bij een vermogensaanwasbelasting. Het g-deel, echter, verandert tijdens de transitieperiode voordat het steady-state niveau  $A_g^{(k)}$  is bereikt. Voor  $t \geq T_k$  geldt  $\phi = 1$ , dus na de transitie is de opbrengst gelijk aan die van de vermogensaanwasbelasting. Na de transitiefase leveren beide stelsels dus dezelfde belastingopbrengst per jaar op.

### **Derving in contante waarde van opbrengst en derving per individu zijn niet gelijk.**

Op het niveau van een individuele belegger bedraagt de relatieve belastingderving van een vermogenswinstbelasting ten opzichte van een vermogensaanwasbelasting precies  $1 - \tau^*/\tau$ , met  $\tau^*$  uit (2). Deze derving treedt op voor ieder individu in *elk* beleggingscohort, ook ruim na de transitie.

Op geaggregeerd niveau is de contante waarde van de belastingderving voor de overheid echter beperkt tot de transitiefase: de overheid loopt alleen belastinginkomsten mis op de eerste  $T_k$  cohorten. Alle beleggingscohorten die komen na invoering ( $c \geq 1$ ) geven in contante waarde exact dezelfde belastingopbrengst als bij een vermogensaanwasbelasting, omdat de belasting per cohort over de hele houdperiode geconcentreerd is in één belastingbetaling bij verkoop – die bij verdiscontering met  $r_k$  precies de contante waarde oplevert van  $T_k$  jaarlijkse aanwasbetalingen.<sup>16</sup>

De belastingderving per beleggingscohort op vermogensbestanddeel  $k$  is een micro-economische maatstaf die het belastingvoordeel van uitstel voor de individuele belegger meet. De geaggregeerde belastingderving in contante waarde voor de overheid is een budgettaire maatstaf die uitsluitend de belastingderving tijdens de transitie meet. De twee maatstaven zijn niet gelijk en ook niet eenvoudig in elkaar om te schrijven.

## **6 Ex ante budgettaire effecten van verschillende belastingssystemen**

Een schatting kan worden gemaakt van de budgettaire effecten van een vermogensaanwasbelasting ten opzichte van een vermogenswinstbelasting met hetzelfde statutaire tarief. Dat geldt ook voor het voorgestelde systeem in box 3 en het alternatief waarin een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed wordt geheven.

Hiervoor zijn nodig: de vermogenssamenstelling in box 3, de rendementen en houdperioden op de verschillende vermogensbestanddelen, en het cohortmodel uit Sectie 5. Dit zijn ex ante opbrengsteffecten, zonder gedragseffecten. Door een lager effectief tarief bij een vermogenswinstbelasting kan de totale grondslag in box 3 toenemen. Daarnaast veranderen de effectieve tarieven per vermogensbestanddeel. Door portfolioherschikkingen richting lager belaste vermogensbestanddelen kan de grondslag eroderen. Het netto effect op de totale grondslag is niet op voorhand duidelijk.

In het nu volgende worden vier scenario's doorgerekend. In een *volledige vermogensaanwasbelasting* worden alle vermogensbestanddelen belast met een vermogensaanwasbelasting. In een *volledige vermogenswinstbelasting* worden sparen en obligaties belast tegen het statutaire

<sup>16</sup>In Auerbach (1991) is dit een direct gevolg van de gelijkheid  $\tau V_0((1+g)^T - 1)/(1+r)^T = \sum_{t=1}^T \tau g V_0(1+g)^{t-1}/(1+r)^t$  wanneer  $r = g$ . Voor  $r = g + d$  ontstaat er per cohort een verschil in de contante waarde van belasting dat gelijk is aan de derving per beleggingscohort  $\tau - \tau^*$  uit vgl. (2). Maar dit verschil compenseert exact de gelijktijdige aanwezigheid van  $T$  beleggingscohorten in de stationaire portefeuille. Na een voltooide transitie betaalt elk cohort de vermogenswinstbelasting over een  $T$ -jaars investering, terwijl de belasting over dividenden van alle  $T$  cohorten elk jaar worden geheven. De gecombineerde contante waarde is identiek aan die van de vermogensaanwasbelasting.

tarief  $\tau = 36\%$ . Aandelen en vastgoed vallen onder een vermogenswinstbelasting met opstap en een lager effectief tarief dan statutair tarief. Dit scenario wordt bepleit door de tegenstanders van het wetsvoorstel. In het *wetsvoorstel* worden onroerend goed (en aandelen in startende ondernemingen) belast onder een vermogenswinstbelasting met opstapregeling, terwijl sparen, obligaties en beursgenoteerde aandelen onder een vermogensaanwasbelasting van  $36\%$  vallen (Tweede Kamer, 2025). Tot slot wordt het wetsvoorstel doorgerekend met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed, die het fiscale voordeel van uitstel van winstneming exact neutraliseert. Bij alle stelsels wordt het heffingsvrije vermogen constant gehouden. In de vergelijkingen met het huidige stelsel wordt aangenomen dat geen gebruik wordt gemaakt van de tegenbewijsregeling (de situatie voor 2017).

## 6.1 Vermogenssamenstelling box 3

Om de budgettaire effecten te schatten van verschillende beleidsopties, inclusief het wetsvoorstel voor box 3, is een schatting van de vermogenssamenstelling in box 3 nodig. Deze kan worden gemaakt op basis van publiekelijk beschikbare bronnen van het Centraal Bureau voor de Statistiek, De Nederlandsche Bank en het Ministerie van Financiën. De schatting is als volgt gemaakt.

*Stap 1: bepaling gewogen forfaitair rendement box 3.* De opbrengst in box 3 wordt geraamd op 8,2 mld euro bij een officiële schatting van de grondslag van circa 500 mld euro, na heffingsvrij vermogen (631 mld euro vòòr het heffingsvrije vermogen) (Ministerie van Financiën, 2025). Bij een tarief van  $36\%$  is het gemiddelde forfaitaire rendement op de belastbare grondslag dan gelijk aan  $4,56\%$ . Voor de hierna volgende afleidingen worden de forfaitaire percentages voor het belastingjaar 2026 ( $1,28\%$  voor banktegoeden,  $6,00\%$  voor overige bezittingen en  $2,70\%$  voor schulden) doorgetrokken naar 2027.<sup>17</sup>

*Stap 2: schatting portefeuiliogewicht spaartegoeden in box 3.* Uit het gemiddelde forfaitaire rendement  $\bar{r}$  uit stap 1, kan het aandeel van spaartegoeden worden benaderd. De reden is dat alle overige vermogensbestanddelen met hetzelfde rendement worden belast en schulden met een eigen forfaitair rendement worden afgetrokken. Laat het portfolio-aandeel van spaartegoeden in de bezittingen gelijk zijn aan  $\omega_s$  en dat van overige beleggingen gelijk aan  $\omega_{\text{overig}} = 1 - \omega_s$ . Definieer de schuldquote als  $\sigma = \mathcal{S}/\mathcal{B}^*$ , waarbij  $\mathcal{S}$  de totale box 3-schulden zijn en  $\mathcal{B}^*$  de totale bezittingen. De grondslag in box 3 is dan  $\mathcal{B}^* - \mathcal{S} = \mathcal{B}^*(1 - \sigma)$ . Het gewogen forfaitaire rendement  $\bar{r}$  over de grondslag in box 3 voldoet aan:

$$(1 - \sigma)\bar{r} = \omega_s r_s + (1 - \omega_s)r_{\text{overig}} - \sigma r_S. \quad (37)$$

De Memorie van Toelichting (MvT) bij het wetsvoorstel rapporteert per peildatum 1 januari 2022 een totaal aan box 3-bezittingen van 849 miljard euro en aan box 3-schulden van 309 miljard euro (Tweede Kamer, 2025). Dit impliceert dat het schuldaandeel gelijk is aan  $\sigma = 309/849 \approx 36,4\%$ . Invullen geeft:  $4,56\% \times 0,636 = \omega_s \times 1,28\% + (1 - \omega_s) \times 6\% - 0,364 \times 2,70\%$ . Oplossen levert  $\omega_s = 44,9\%$ .

Deze afleiding kan worden vergeleken met de directe verhouding uit de Memorie van Toelichting:  $389/849 = 45,8\%$ . De afgeleide  $44,9\%$  ligt zeer dicht bij dit cijfer; de resterende  $0,9$  procentpunt is goed verklaarbaar uit afronding van de forfaitaire percentages, peildatumverschuiving (de forfaits zijn die voor 2026, de bezittingsdata van 1 januari 2022) en het heffingsvrije vermogen.<sup>18</sup>

<sup>17</sup>De definitieve forfaits voor 2027 zijn op het moment van schrijven nog niet vastgesteld. Het forfait voor overige bezittingen wordt voorafgaand aan het kalenderjaar bepaald op basis van langetermijnrendementen op onroerende zaken, aandelen en obligaties; de forfaits voor banktegoeden en schulden pas na afloop van het kalenderjaar op basis van werkelijke gemiddelde rentes. Bescheiden afwijkingen ten opzichte van de 2026-waarden zijn daarmee mogelijk en kunnen de berekende portefeuiliogewichten en grondslagen marginaal verschuiven.

<sup>18</sup>Zou bij dezelfde afleiding worden gerekend zonder schulden expliciet mee te nemen ( $\sigma = 0$ ), dan zou het resultaat  $\omega_s = (\bar{r} - r_{\text{overig}})/(r_s - r_{\text{overig}}) = 30,6\%$  zijn. Dat is een substantiële onderschatting van het werkelijke spaaraandeel in de bezittingen, wat aangeeft dat box 3-schulden niet kunnen worden genegeerd bij de bepaling van de portefeuiliogewichten.

*Stap 3: portefeuiliogewichten op basis van de Memorie van Toelichting.* De Memorie van Toelichting (Tweede Kamer, 2025) geeft een rechtstreekse uitsplitsing van het box 3-vermogen op peildatum 1 januari 2022. De 849 miljard euro aan box 3-bezittingen bestond uit 389 miljard spaargeld, 211 miljard onroerende zaken, 184 miljard effecten en 66 miljard overige bezittingen.<sup>19</sup> Daartegenover stond 309 miljard euro aan box 3-schulden. Deze cijfers zijn gebaseerd op aangiftegegevens van de Belastingdienst en zijn de meest accurate beschikbare bron voor de samenstelling van het box 3-vermogen.

De Memorie van Toelichting splitst de categorie “effecten” echter niet uit naar aandelen en obligaties. Voor deze splitsing wordt aangesloten bij DNB-data over het effectenbezit van Nederlandse huishoudens (DNB, 2025a). De meest recente data zijn genomen van het vierde kwartaal 2024. Het directe aandelenbezit bedraagt 64,9 mld euro, het directe obligatiebezit 5,8 mld euro. Het vermogen in beleggingsfondsen is 121,7 mld euro. Het aandeel aandelen (of vergelijkbare vermogensbestanddelen) in beleggingsfondsen wordt geschat op 70% en het resterende aandeel van 30% op obligaties (of vergelijkbare vermogensbestanddelen).<sup>20</sup> Toegepast op het totale effectenbezit van Nederlandse huishoudens uit DNB-cijfers (192,4 mld euro) volgt: 150,1 mld aandelen (78%) en 42,3 mld obligaties (22%). Toegepast op de 184 mld effecten in box 3 levert dit 143,5 mld aandelen en 40,5 mld obligaties.

Tabel 1 vat de portefeuiliogewichten samen, en vergelijkt deze met een eerdere schatting op basis van CBS-macrostatistieken (CBS, 2025a, peildatum 1 januari 2024). De verschillen zijn klein (ten hoogste 2,2 procentpunt). De CBS-schatting geeft een iets hoger spaaraandeel, de MvT-data een iets hoger aandelenaandeel. Plausibele oorzaken zijn de peildatumverschuiving tussen 2022 en 2024 en het methodologische verschil tussen administratieve box 3-tellingen (MvT) en macro-economische statistiek waarin ook huishoudens zonder box 3-aangifte zijn opgenomen (CBS). De afzonderlijke percentages liggen voldoende dicht bijeen om de MvT-data als basis te nemen.<sup>21</sup>

Tabel 1: Vermogenssamenstelling beleggingen relevant voor box 3

Categorie	MvT, peildatum 2022	CBS, peildatum 2024	Bron uitsplitsing
Sparen + overige bezittingen	53,6%	55,8%	MvT, CBS (2025a)
Aandelen (direct + 70% fondsen)	16,9%	14,7%	MvT en DNB (2025a)
Obligaties (direct + 30% fondsen)	4,8%	4,1%	MvT en DNB (2025a)
Onroerend goed	24,9%	25,4%	MvT, CBS (2025a)
Totaal	100,0%	100,0%	849 resp. 923 mld euro

*Stap 4: indexerings MvT-cijfers van 2022 naar peildatum 2027.* De MvT-cijfers hebben peildatum 1 januari 2022, terwijl de officiële opbrengstraming en grondslag betrekking hebben op het invoeringsjaar. Tussen 2022 en 2027 zijn aandelenkoersen, huizenprijzen en spaartegoeden

<sup>19</sup>De categorie “overige bezittingen” bestaat volgens de Memorie van Toelichting voor een relatief groot deel uit vorderingen, en omvat verder kapitaalverzekeringen, cryptovaluta, aandelen in reservefondsen van verenigingen van eigenaren (VvE’s) en andere bezittingen.

<sup>20</sup>Deze verhouding kan worden onderbouwd uit het beleggingsfondsenbezit van Nederlandse huishoudens (DNB, 2025a). In het derde kwartaal van 2024 bedraagt het bezit aan aandelenfondsen circa 66 mld euro en aan obligatiefondsen circa 20 mld euro, terwijl gemengde en overige fondsen tezamen circa 36 mld euro vertegenwoordigen. Onder de aanname dat gemengde fondsen typisch 60% aandelen en 40% obligaties bevatten, volgt circa 72% aandelen en 28% obligaties in beleggingsfondsen, afgerond tot 70/30. Deze verhouding is consistent met de sterke voorkeur voor aandelen van Nederlandse particuliere beleggers volgens de AFM Consumentenmonitor (AFM, 2024): 51% belegt in aandelen tegenover 14% in obligaties, en bij beleggers met aandelen vormt deze beleggingscategorie gemiddeld zo’n 60% van de portefeuille, terwijl obligaties bij obligatiebeleggers slechts een klein deel van de portefeuille zijn.

<sup>21</sup>Dat blijkt ook uit het feit dat het CBS-totaal van 923 mld euro aan brutobezittingen in dezelfde orde van grootte ligt als de MvT-bezittingen van 849 mld euro. De totalen kunnen door verschillende factoren uiteenlopen: i) peildatumverschuiving van 2022 naar 2024, ii) box 3-schulden van 309 mld euro, iii) huishoudens onder de aangiftedrempel die wel in CBS- maar niet in MvT-data zitten, en iv) niet onder box 3 vallende delen van de CBS-categorie overige bezittingen.

substantieel veranderd. Om de portefeuiliogewichten te actualiseren wordt elk vermogensbestanddeel opgehoogd met de cumulatieve gerealiseerde rendementen over de tussenliggende vijf jaar, op basis van publiekelijk beschikbare informatie.<sup>22</sup> Tabel 2 vat de gehanteerde groeifactoren samen.

Categorie	Cumulatief 2022–2026	Bron
Sparen + overige bezittingen	+6%	DNB (2025b)
Aandelen (totaalrendement EUR)	+55%	MSCI (2025)
Obligaties (totaalrendement)	0%	Agentschap (2026)
Onroerend goed	+20%	CBS (2025b)
Schulden (constante schuldquote)	0%	vast op baseline

Tabel 2: Cumulatieve groeifactoren per vermogenscategorie tussen 1 januari 2022 en 1 januari 2027.

Toepassing op de MvT-cijfers van 2022 levert een geschatte stand op 1 januari 2027 op van: 482 mld euro spaargeld plus overige bezittingen, 222 mld aandelen, 41 mld obligaties en 253 mld onroerend goed, samen 998 mld euro aan bezittingen. Bij een constante schuldquote correspondeert dit met 363 mld euro aan schulden en een rendementsgrondslag van 635 mld euro. Dit sluit op 0,6 procent nauwkeurig aan bij de officiële schatting van 631 mld euro voor de rendementsgrondslag (Ministerie van Financiën, 2025). Het impliciete heffingsvrije vermogen van 135 mld euro komt eveneens nauwkeurig overeen met het officiële cijfer van 131 mld euro.

*Stap 5: portefeuiliogewichten op de officiële grondslag.* De geïndexeerde portefeuiliogewichten worden toegepast op de officiële grondslag van 500 mld euro (na heffingsvrij vermogen). Bij een schuldquote  $\sigma = 36,4\%$  correspondeert deze grondslag impliciet met bezittingen  $\mathcal{B}^* = 500/(1 - \sigma) = 786$  mld euro en schulden  $\mathcal{S} = \sigma\mathcal{B}^* = 286$  mld euro. Tabel 3 toont de resulterende verdeling.

Categorie	Aandeel bezittingen	Vermogen (mld euro)	% grondslag
Sparen + overige bezittingen	48,3%	379,7	75,9%
Aandelen	22,3%	175,1	35,0%
Obligaties	4,1%	31,9	6,4%
Onroerend goed	25,4%	199,4	39,9%
<i>Subtotaal bezittingen</i>	<i>100,0%</i>	<i>786,1</i>	<i>157,2%</i>
Schulden	-36,4%	-286,1	-57,2%
Netto grondslag		500,0	100,0%

Tabel 3: Aangepaste portefeuiliogewichten in box 3 op basis van naar 2027 geïndexeerde MvT-cijfers, toegepast op de officiële grondslag na heffingsvrij vermogen.

De impliciete belastingopbrengst van de forfaitaire vermogensrendementsheffing bij de geschatte portefeuiliogewichten van Tabel 3 bedraagt circa 7,8 mld euro, ongeveer 5 procent onder de officiële raming van 8,2 mld euro. Dit verschil is beperkt en berust deels op toeval. Zie ook sectie 7. Voor het analyseren van de *verschillen* tussen alternatieve belastingssystemen, die in dit artikel centraal staan, is het opbrengstniveau in het huidige stelsel zelf van beperkt belang.

Een tweede kanttekening bij het gebruik van deze portefeuiliogewichten in de budgettaire berekeningen gaat over schulden. Deze hebben in elk van de in Sectie 6 doorgerekende belastingssystemen dezelfde behandeling. Voor zowel de vermogensaanwasbelasting als de vermogenswinstbelasting wordt de werkelijke rente jaarlijks afgetrokken. Dit houdt in dat het expliciet meenemen van schulden weliswaar het absolute niveau van de opbrengsten in box 3 verlaagt, maar de *verschillen*

<sup>22</sup>Deze methode sluit aan bij de aanpak die het Ministerie van Financiën zelf hanteert in de Ramingstoelichting bij de Wet werkelijk rendement box 3 (Ministerie van Financiën, 2025): “Vervolgens is ieder vermogensbestanddeel opgehoogd om rekening te houden met een toename tussen 2022 en 2028. Deze ophoging is gebaseerd op realisaties en ramingen van onder andere de ontwikkeling van huizenprijzen, de inflatie en het spaargedrag van huishoudens”.

in opbrengst tussen de doorgerekende stelsels niet beïnvloedt. De gevoeligheid van de totale opbrengsten voor de specifieke aanname over de gemiddelde rente op schulden wordt gecheckt in Sectie 6.5.

## 6.2 Rendementen en houdperioden

De rendementen per vermogensbestanddeel worden ontleend aan historische gemiddelden. Daar bovenop worden aanvullende checks uitgevoerd om te zien of verschillende bronnen tot vergelijkbare schattingen komen en de rendementsaannames op dit moment nog plausibel zijn. De rendementen worden ook afgezet tegen de fictieve rendementen in box 3.

- **Spaargeld:**  $r_s = 1,5\%$ . Het historische gemiddelde voor de bancaire rente op spaardeposito's van Nederlandse huishoudens met een opzegtermijn tot drie maanden over de periode 2003–2024 bedraagt circa 1,5% per jaar (DNB, 2025b). Dit rendement sluit aan bij het wettelijke forfaitaire rendement voor banktegoeden in box 3, dat jaarlijks wordt vastgesteld op basis van de door DNB gepubliceerde gemiddelde bancaire rente op deposito's van huishoudens met een opzegtermijn tot drie maanden (DNB, 2025b). Voor belastingjaar 2024 bedraagt het wettelijke forfait voor banktegoeden 1,44%; voor 2025 is het 1,37% (Staatscourant, 2025, 2026).
- **Obligaties:**  $r_o = 2,7\%$ . Dit is gebaseerd op de rente van Nederlandse 10-jaars staatsobligaties (Agentschap van de Generale Thesaurie, 2026).<sup>23</sup> In de periode 2025–2026 schommelt de tienjaarsrente tussen 2,6%–2,9%. Historisch waren de rentes hoger in de periode 1990–2024, maar voor een schatting van toekomstige opbrengsten is het beter om uit te gaan van huidige marktverwachtingen. Het forfaitaire vermogensrendement op obligaties (en aandelen en onroerend goed) is 6,04% in 2024, 5,88% in 2025 en 6,00% in 2026 (Staatscourant, 2025, 2026).<sup>24</sup> Bij een rendement van 3% is het effectieve tarief op obligaties maar liefst 72%. Het mag daarom geen verwondering wekken dat het aandeel obligaties in box 3 laag is, want box 3 discrimineert sterk tegen obligaties. Als het spaarrendement 1,5% is, dan is het financieel vrijwel altijd aantrekkelijker om alles als spaargeld aan te houden omdat spaartegoeden niet aan koersschommelingen blootstaan van obligaties, terwijl het effectieve belastingtarief identiek is.<sup>25</sup>
- **Aandelen:**  $g_a = 7\%$ ,  $d_a = 2\%$ . Deze waarden zijn afgeleid van de historische rendementen van de MSCI World Index, de standaardbenchmark voor aandelen in ontwikkelde landen (MSCI, 2025). Het jaarlijkse bruto totaalrendement van de MSCI World Gross Return Index in USD bedraagt sinds 31 december 1986 circa 8,9%. De splitsing in koersstijging (ongeveer 7%) en dividendrendement (ongeveer 2%) volgt uit het verschil tussen de prijsindex en de Gross Return Index.<sup>26</sup> Het huidige dividendrendement bedraagt circa 1,8–2%. Het forfaitaire vermogensrendement op aandelen in box 3 is 6,04% in 2024, 5,88% in 2025 en

---

<sup>23</sup>Bedrijfsobligaties en zeker hoogrentende (“junk”) obligaties kunnen hogere verwachte rendementen hebben, in de orde van 4–6% afhankelijk van het kredietrisico en de looptijd. Op basis van DNB-data over het effectenbezit van Nederlandse huishoudens (DNB, 2025a) is het directe bezit aan bedrijfsobligaties echter klein vergeleken met staatsobligaties en obligatiefondsen. Een opwaartse correctie van het gewogen obligatierendement is daardoor beperkt en heeft, gegeven het feit dat obligaties in box 3 sowieso al een klein aandeel hebben (6,4%), nauwelijks effect op de berekende opbrengsten.

<sup>24</sup>Het wordt berekend als een gewogen gemiddelde van langetermijnrendementen op een fictieve vermogensmix van 53% onroerende zaken, 33% aandelen en 14% obligaties, met als onderliggende reeksen de CBS-prijsindex bestaande koopwoningen, de MSCI Europe Standard Gross Local Index en het effectieve rendement op tienjaars Nederlandse staatsobligaties.

<sup>25</sup>Overigens kunnen obligatiebeleggers beroep doen op tegenbewijsregeling, omdat hun werkelijke rendement veel lager is dan het forfaitaire rendement.

<sup>26</sup>Dit is in lijn met aandelen in de AEX-index die een vergelijkbare historische koersstijging hebben van 7,4% en een iets hoger dividendrendement van ongeveer 3,3%, zie Euronext (2025).

6,00% in 2026 (Staatscourant, 2025, 2026). Dit is circa een derde lager dan het historisch gemiddelde rendement op aandelen.

- **Vastgoed:**  $g_v = 4\%$ ,  $d_v = 3,5\%$ . De nominale waardestijging van onroerend goed is gebaseerd op de CBS Prijsindex Bestaande Koopwoningen (CBS, 2025b). Over de periode 2000–2024 bedraagt het gemiddelde van de nominale jaarlijkse prijsstijging circa 4,3%. In de periode 1996–2024 is dit 5,3% (CBS, 2025b). Het netto huurrendement (na kosten, voor belasting) is 3,3% van de woningwaarde, gebaseerd op berekeningen met vertrouwelijke CBS-microdata van Damen, Korevaar en Van Nieuwerburgh (2025). De hier gehanteerde 3,5% komt hiermee goed overeen. Het forfaitaire vermogensrendement op onroerend goed in box 3 is 6,04% in 2024, 5,88% in 2025 en 6,00% in 2026 (Staatscourant, 2025, 2026). Dit is 1%-punt lager dan het historisch gemiddelde rendement op onroerend goed.
- **Schulden:**  $r_S = 3,5\%$ . Dit is de gemiddelde bancaire rente op uitstaande woninghypotheken van Nederlandse huishoudens volgens DNB (2025d). Box 3-schulden bestaan uit hypotheekrentes op tweede woningen en beleggingsvastgoed, aflossingsvrije hypotheekrentes die na 2013 niet voldoen aan de box 1-voorwaarden, beleggingsleningen, schulden bij de eigen vennootschap, en consumptieve schulden boven de doelmatigheidsdrempel.<sup>27</sup> De gemiddelde uitstaande hypotheekrente bij Nederlandse banken bedraagt in 2024–2025 circa 3,5–4 procent (DNB, 2025d). De keuze van 3,5 procent als werkelijke rente sluit aan bij dezelfde onderbouwing die de wetgever in het wetsvoorstel hanteert om het forfaitaire rendement op schulden te onderbouwen, maar het gaat hier om het werkelijke rendement in plaats van een forfaitair rendement. Het wettelijke forfaitaire rendement voor schulden in box 3 bedraagt 2,70% in 2026 (Staatscourant, 2026), substantieel onder de werkelijke rente. Een gevoeligheidsanalyse op deze aanname is opgenomen in Sectie 6.5.

Het gewogen gemiddelde nominale rendement op de *bezittingen* bedraagt bij de aangepaste portfoliogewichten van Tabel 3  $\bar{r}_{\text{bez}} = 4,75\%$ ; het aandeel van dit kapitaalinkomen op bezittingen dat uit aandelen en vastgoed komt, bedraagt  $s \approx 82\%$ . Dit aandeel is veel hoger dan het vermogensaandeel van aandelen en vastgoed in de bezittingen (circa 48%), doordat aandelen en vastgoed aanzienlijk hogere rendementen opleveren dan spaargeld en obligaties. Op de netto grondslag (bezittingen minus schulden) komt het gewogen rendement uit op  $\bar{r} = 5,46\%$ , doordat de werkelijke rente op schulden hoger is dan het forfaitaire rendement.

De houdperioden van twee jaar voor aandelen en tien jaar voor onroerend goed zijn gekozen op basis van schaars wetenschappelijk onderzoek naar de houdperioden van deze vermogensbestanddelen. Voor aandelen ontbreken in publiek beschikbare bronnen exacte cijfers over de gemiddelde houdperiode van Nederlandse huishoudens. Maar Barber en Odean (2008) schatten dat Amerikaanse private aandeelhouders een gemiddelde houdperiode hebben van driekwart jaar. Barber e.a. (2005) schatten dat dit hoger is voor mensen die in beleggingsfondsen beleggen. De houdtermijn is dan circa 1,5 jaar. Ruim zestig procent van het belegde vermogen van Nederlandse huishoudens wordt in beleggingsfondsen aangehouden (DNB, 2025c). Veel langere houdperioden, die oplopen naar 6 jaar, kunnen ook worden gevonden (Investment Company Institute, 2001). De literatuur is uitvoeriger dan de hier genoemde studies. Het is lastig om, gezien de heterogeniteit van schattingen, een scherp beeld te krijgen van de houdperiode. Twee jaar wordt daarom als redelijke inschatting voor Nederland gekozen. Overigens hangen de inschattingen beperkt hiervan af.

Voor beleggers in onroerend goed is wel een directe schatting beschikbaar voor de houdperiode in Nederland. Eichholtz e.a. (2021) schatten die op gemiddeld 10 jaar. Aangezien deze schatting

---

<sup>27</sup>Een directe statistiek voor de samenstelling van box 3-schulden naar type ontbreekt in publieke bronnen. De Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel (Tweede Kamer, 2025) merkt op dat uit aangiftegegevens van de Belastingdienst blijkt dat een grote meerderheid van de schulden in box 3 wordt aangegaan door bezitters van onroerend goed, voornamelijk woningen. Dit motiveert de keuze voor de woninghypotheekrente als representatieve werkelijke rente.

voor Nederland kon worden gevonden, wordt deze genomen. Deze inschatting is van groot belang voor de berekende uitkomsten.

Een robuustheidscheck wordt gedaan voor langere houdperiodes. In het bestaande stelsel en in een stelsel met een volledige aanwasbelasting (of het box 3 stelsel met retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed), treedt geen blokkeringseffect op. Maar in varianten met een vermogenswinstbelasting wel. Juist die varianten leiden tot opbrengstderving omdat uitstellen van winstrealisatie fiscaal voordeliger wordt. Het is dus zinvol om ook langere houdtermijnen te analyseren als robuustheidscheck op mogelijke gedragseffecten. In de robuustheidschecks wordt dan voor aandelen een houdperiode van 3 en 4 jaar genomen en voor onroerend goed van 15 en 20 jaar.

### 6.3 Resultaten

Tabel 4 toont de resulterende belastingopbrengsten per stelsel. Drie zaken vallen daarbij op. *Ten eerste* leveren alle alternatieve stelsels in de steady state structureel circa 2 mld euro meer op dan het huidige forfaitaire stelsel. Deze extra structurele opbrengst heeft twee oorzaken. Het gemiddelde forfaitaire rendement over de hele grondslag in box 3 ligt onder het gewogen gemiddelde historische rendement. De historische rendementen op aandelen (9%) en onroerend goed (7,5%) liggen substantieel boven het uniforme forfaitaire rendement van 6% voor overige bezittingen. Dit wordt niet gecompenseerd doordat rendementen op obligaties historisch lager liggen dan het forfaitaire rendement en omdat voor schulden een hoger forfaitair rendement (2,7%) wordt gehanteerd dan de werkelijke rente (circa 3,5%).

*Ten tweede* convergeren – conform de theoretische voorspelling – een volledige vermogensaanwasbelasting, een volledige vermogenswinstbelasting en het wetsvoorstel in de steady state alle naar dezelfde jaarlijkse opbrengst van 9,8 mld euro per jaar. De verschillen tussen deze stelsels manifesteren zich uitsluitend in het transitiepad.

*Ten derde* levert het wetsvoorstel met een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed in de steady state structureel *meer* op dan een volledige vermogensaanwasbelasting (10,1 mld euro per jaar), doordat het tarief van de retrospectieve vermogenswinstbelasting hoger is dan het statutaire tarief om het belastingvoordeel van uitstel te elimineren.

Stelsel	Steady-state opbrengst (mld euro/jaar)	T.o.v. huidig (mld euro)	T.o.v. aanwas (mld euro)
Huidig stelsel (forfaitair, 2027)	7,8	—	-2,0
Volledige vermogensaanwasbelasting	9,8	+2,0	—
Volledige vermogenswinstbelasting	9,8	+2,0	0,0
Wetsvoorstel box 3	9,8	+2,0	0,0
Wetsvoorstel + retrospectief	10,1	+2,3	+0,3

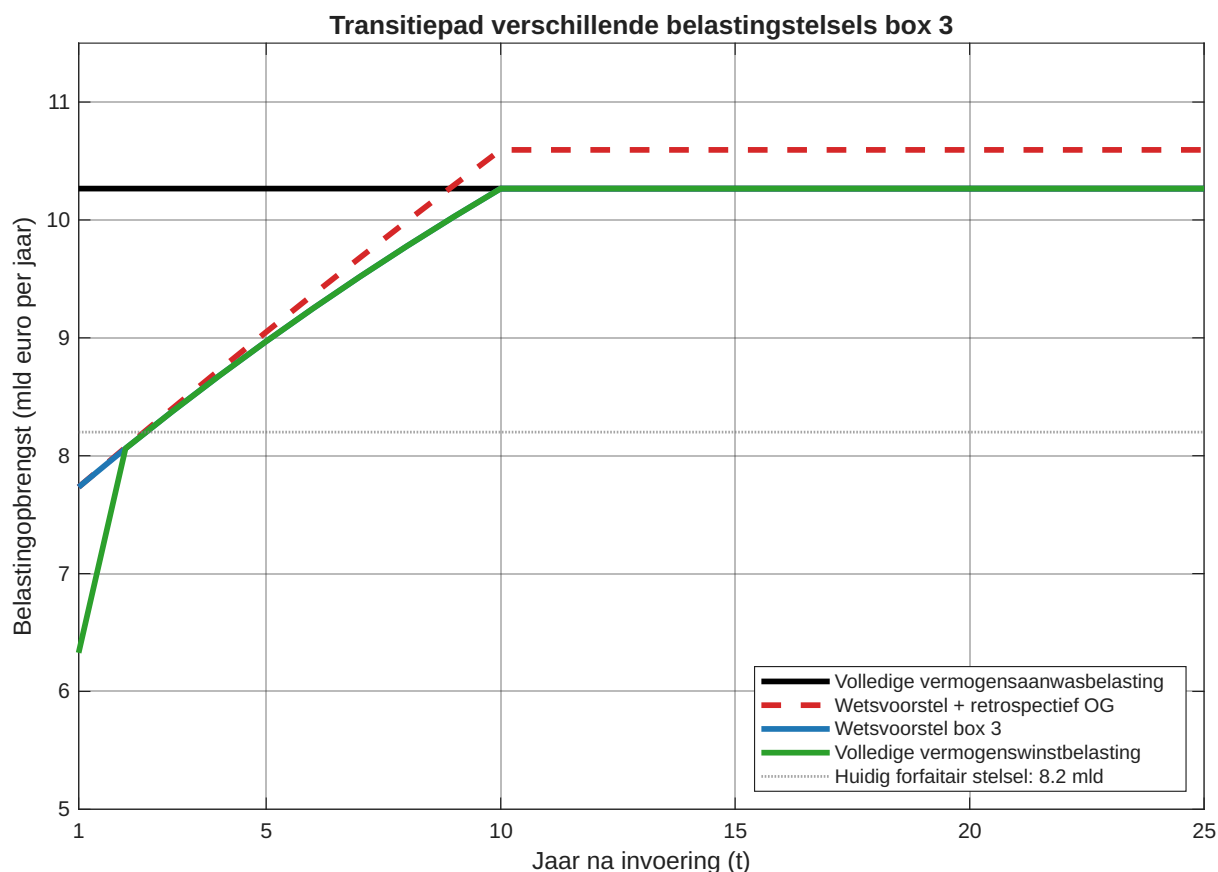
Tabel 4: Geschatte steady-state opbrengsten van box 3-stelsels.

Tabel 5 en Figuur 3 tonen het transitiepad van de belastingopbrengsten dat volgt uit het cohortmodel; zie paragraaf 5.9 voor de afleiding. In jaar 1 levert het wetsvoorstel circa 7,3 mld euro per jaar op, omdat door de opstapregeling bij invoering van het stelsel het rendement op de niet-gerealiseerde waardeinstijgingen op onroerendgoedbeleggingen niet wordt belast gedurende de eerste jaren na invoering. De opbrengst groeit geometrisch naar het steady-state niveau. Voor het wetsvoorstel en de volledige vermogenswinstbelasting wordt de steady state na 10 jaar bereikt, na de geschatte houdperiode voor onroerend goed. Voor de volledige vermogenswinstbelasting is de transitie voor aandelenbeleggingen al na 2 jaar voltooid. Daarna ligt de opbrengst gelijk aan die van het wetsvoorstel.

Tabel 6 toont de cumulatieve (niet verdisconteerde) opbrengsten over een transitiehorizon van 20 jaar (zie later voor de verdisconteerde bedragen). De cumulatieve transitie-derving van

Jaar	Aanwas	Wetsvoorstel	Volledige vwb	Wets + retro
1	9,8	7,3	5,2	7,3
2	9,8	7,6	7,6	7,6
3	9,8	7,9	7,9	8,0
5	9,8	8,5	8,5	8,6
10	9,8	9,8	9,8	10,1
15	9,8	9,8	9,8	10,1
20	9,8	9,8	9,8	10,1

Tabel 5: Jaarlijkse belastingopbrengst (mld euro) per stelsel gedurende het transitiepad bij invoering.



Figuur 3: Transitiepad bij invoering diverse alternatieven voor belasting op werkelijk rendement in box 3.

een volledige vermogenswinstbelasting bedraagt 14,1 mld euro ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting; voor het wetsvoorstel is dat 12,0 mld euro.

Het wetsvoorstel met retrospectieve correctie op onroerend goed reduceert de cumulatieve derving tot circa 7,5 mld euro. De transitie-derving onder het wetsvoorstel kan daarom worden teruggebracht, zonder dat onroerend goed wordt belast met een vermogensaanwasbelasting. Maar dit kan de derving echter niet volledig compenseren, omdat de eerste jaren na invoering minder opbrengsten worden gerealiseerd dan onder een vermogensaanwasbelasting.

Een alternatieve manier om naar de kosten van de transitie te kijken is te berekenen bij welk tarief van een vermogenswinstbelasting de cumulatieve opbrengst over een gegeven transitiehorizon gelijk is aan een vermogensaanwasbelasting van 36%. Merk op dat in de steady state de opbrengsten gelijk zijn, dus het gaat hier om een tijdelijke tariefverhoging. In Tabel 7 worden de compenserende tarieven berekend voor een transitiehorizon van 10 en 20 jaar. Bij een horizon

Stelsel	Derving t.o.v. aanwas (mld euro)
Volledige vermogensaanwasbelasting	—
Volledige vermogenswinstbelasting	14,1
Wetsvoorstel box 3	12,0
Wetsvoorstel + retrospectief OG	7,5

Tabel 6: Cumulatieve (onverdisconteerde) belastingopbrengsten over 20 jaar.

van 10 jaar liggen de compenserende tarieven 4,5 à 6 procentpunten boven het statutaire tarief van 36 procent. Bij 20 jaar is een verhoging van 1,5 à 3 procentpunten voldoende. Het verschil komt doordat de transitie-derving in mld euro voor het wetsvoorstel en volledige vermogenswinstbelasting gelijk is voor beide horizonnen (de transitie is na  $T_v = 10$  jaar voltooid), terwijl de cumulatieve grondslag waarover de compensatie wordt verdeeld in die periode verdubbelt.

Stelsel	Horizon 10 jaar		Horizon 20 jaar	
	Tarief	Verhoging	Tarief	Verhoging
Volledige vermogenswinstbelasting	42,1%	+6,1 pp	38,8%	+2,8 pp
Wetsvoorstel box 3	41,0%	+5,0 pp	38,3%	+2,3 pp
Wetsvoorstel + retrospectief OG	40,5%	+4,5 pp	37,5%	+1,5 pp

Tabel 7: Tarief van de vermogenswinstbelasting waarbij de belastingopbrengst over de transitie-horizon gelijk is aan een vermogensaanwasbelasting van 36%.

Tot nu toe zijn alleen de onverdisconteerde cumulatieve belastingdervingen berekend. Tot slot kan ook de contante waarde van de belastingderving worden berekend. De contante waarde van de belastingopbrengst en de belastingderving ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting worden gegeven in de volgende tabel.

Stelsel	Contante waarde (mld euro)	Vershil	Procentueel
Volledige vermogensaanwasbelasting	173,1	—	—
Wetsvoorstel box 3	163,7	-9,4	-5,4%
Volledige vermogenswinstbelasting	161,8	-11,3	-6,5%
Wetsvoorstel + retrospectief OG	166,5	-6,5	-3,8%

De belastingderving per vermogensbestanddeel bedraagt 3,1% voor aandelen ( $T_a = 2$ ,  $r_a = 9\%$ ) en 13,1% voor onroerend goed ( $T_v = 10$ ,  $r_v = 7,5\%$ ). De dervingen per beleggingscohort liggen iets hoger: respectievelijk 3,2% en 14,7%. Voor onroerend goed bij een retrospectieve vermogenswinstbelasting is de contante waarde van belastingderving 9,1% ten opzichte van een volledige vermogensaanwasbelasting. Deze derving is niet het gevolg van een onvolkomen tariefcompensatie, maar van de transitie waardoor gedurende de eerste jaren de grondslag niet op de steady-state zit. Ook dit is hoger dan de totale belastingderving op onroerend goed van 3,7%.

## 6.4 Robuustheid voor de houdperiode

De analyse hanteert in de basisscenario's houdperioden van  $T_a = 2$  jaar voor aandelen en  $T_v = 10$  jaar voor onroerend goed. Deze waarden zijn gebaseerd op de schaarse beschikbare empirische literatuur, maar voor Nederlandse box 3-beleggers ontbreken exacte cijfers. In de praktijk variëren houdperioden bovendien sterk per belegger en kunnen zij hoger uitvallen dan de gehanteerde basiswaarden, met name voor onroerend goed dat door particulieren vaak voor zeer lange periodes wordt aangehouden. Tot slot zullen houdperioden toenemen omdat dit lonender wordt in stelsels met een vermogenswinstbelasting. Daarom is een gevoeligheidsanalyse

nuttig waarin de houdperioden langer worden verondersteld:  $T_a \in \{3, 4\}$  jaar voor aandelen en  $T_v \in \{15, 20\}$  jaar voor onroerend goed.

Tabel 8 toont de cumulatieve transitie-derving over 20 jaar bij verschillende houdperioden. De cumulatieve derving loopt substantieel op met langere houdperioden: het transitiepad convergeert trager naar de steady state, waardoor de derving zich over meer jaren uitspreidt. Bij  $T_v = 20$  verdubbelt de cumulatieve derving onder het wetsvoorstel ten opzichte van de basis (van 12 naar 24 mld euro). Onder een volledige vermogenswinstbelasting loopt de derving zelfs op tot 30 mld euro bij  $T_a = 4$  en  $T_v = 20$ .

Stelsel	Houdperioden aandelen en onroerend goed				
	$T_a = 2$	$T_a = 3$	$T_a = 3$	$T_a = 4$	$T_a = 4$
	$T_v = 10$	$T_v = 15$	$T_v = 20$	$T_v = 15$	$T_v = 20$
Volledige vermogenswinstbelasting	14	22	28	24	30
Wetsvoorstel box 3	12	18	24	18	24
Wetsvoorstel + retrospectief OG	8	13	18	13	18

Tabel 8: Cumulatieve transitie-derving over 20 jaar (mld euro) bij verschillende combinaties van houdperioden.

Twee observaties verdienen aandacht. *Ten eerste* is de derving onder het wetsvoorstel en onder de retrospectieve variant onafhankelijk van  $T_a$ : in beide stelsels vallen aandelen niet onder een vermogenswinstbelasting, zodat de houdperiode op aandelen niet bijdraagt aan de cumulatieve derving. *Ten tweede* blijft de retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed de cumulatieve derving substantieel reduceren, ook bij langere houdperioden: bij  $T_a = 4$  en  $T_v = 20$  wordt de derving teruggebracht van 24 mld euro (wetsvoorstel) naar 18 mld euro (wetsvoorstel + retrospectief). De robuustheid van de retrospectieve correctie als instrument om transitie-derving te beperken blijft dus overeind, ongeacht de gehanteerde houdperioden.

## 6.5 Robuustheid voor de werkelijke rente op box 3-schulden

In Sectie 6.1 is voor de werkelijke rente op box 3-schulden één waarde aangenomen, namelijk de gemiddelde bancaire rente op uitstaande woninghypotheken ( $r_S = 3,5\%$ ). Deze keuze sluit aan bij de motivering die ook de wetgever zelf hanteert voor het forfaitaire rendement voor schulden in box 3, namelijk dat de meerderheid van box 3-schulden hypotheek-gerelateerd is. In deze sectie wordt onderzocht hoe robuust de eindresultaten zijn voor deze aanname, door voor verschillende schuldbestanddelen een andere rente te veronderstellen, analoog aan de uiteenlopende rendementen op vermogensbestanddelen.

*Heterogeniteit in box 3-schulden.* Een statistische uitsplitsing van de 309 mld euro aan box 3-schulden naar type schuld ontbreekt in publieke bronnen. De Memorie van Toelichting (Tweede Kamer, 2025) geeft alleen het totaal en stelt kwalitatief dat het overgrote deel hypotheek-gerelateerd is. CBS-data over de schulden van Nederlandse huishoudens (CBS, 2025a) splitsen de totale schuld van 931 mld euro per 1 januari 2022 in hypotheekschuld eigen woning (het overgrote deel daarvan valt in box 1), studieschulden (sinds 2017 niet aftrekbaar in box 3) en overige schulden (158 mld euro, bestaande uit consumptief krediet, rood staan, financiering tweede woning, beleggingsleningen, belasting- en toeslagschulden en zorgschulden).

Op basis van een combinatie van deze bronnen kan een ruwe schatting van de samenstelling van box 3-schulden worden gemaakt. Hypotheken op tweede woningen, beleggingsvastgoed en aflossingsvrije hypotheken na 2013 die niet voldoen aan de box 1-voorwaarden vormen vermoedelijk circa 55–65% van het totaal. Beleggingsleningen en schulden bij de eigen vennootschap (particulier verstrekt aan de eigen onderneming) vertegenwoordigen circa 15–20%. Consumptieve schulden boven de doelmatigheidsdrempel en overige posten ronden de overige 15–25% af. De werkelijke rentes per categorie verschillen substantieel: woninghypotheekrente circa 3,5%, beleggingsleningen en schulden bij de eigen vennootschap circa 4,5% en consumptief krediet circa 7,5% (DNB, 2025d,

e). Een gewogen werkelijke rente met centrale aannames (60% – 20% – 20%) komt uit op circa 4,3%. De plausibele bandbreedte van het gewogen schuldrendement loopt van 3,5% (alle hypotheek-equivalent) tot 4,5% (forse staart van consumptief krediet en beleggingsleningen).

Deze bandbreedte heeft een beperkt effect op de geschatte belastingdervingen van de onderzochte belastingstelsels. Schulden worden in de drie doorgerekende stelsels — volledige aanwasbelasting, volledige vermogenswinstbelasting, en het wetsvoorstel met retrospectieve correctie — identiek behandeld: de werkelijke rente is in alle drie stelsels jaarlijks aftrekbaar als negatief inkomen, zonder uitstel- of opstapmogelijkheden. Het *niveau* van de box 3-opbrengsten verandert door de aanname over  $r_S$ , maar de *verschillen* in belastingopbrengst tussen stelsels — die in dit artikel centraal staan — worden er niet door beïnvloed. Een verschil van 0,8 procentpunt in de rente op schulden (van 3,5% naar 4,3%) op 286 mld euro aan schulden levert bij  $\tau = 36\%$  een opbrengstverandering op van  $0,8\% \times 286 \times 0,36 \approx 0,8$  mld euro per jaar, en deze verandering treedt in alle stelsels gelijktijdig en in dezelfde richting op. De comparatieve dervingen die in Sectie 6.3 en Tabel 4 worden gerapporteerd, blijven daarom robuust voor de aanname over de gemiddelde werkelijke rente op box 3-schulden.

Een uitsplitsing van box 3-schulden naar type, zoals hierboven ruw geschat, zou waardevol kunnen zijn in toekomstig onderzoek naar gedragseffecten en heterogeniteit binnen box 3. De Belastingdienst beschikt over deze gegevens in de aangiftegegevens. Publicatie van een geaggregeerde uitsplitsing zou de empirische basis voor onderzoek naar werkelijke rendementen in box 3 versterken.

## 6.6 Kanttekeningen

Bij al deze berekeningen passen enkele belangrijke kanttekeningen, die reeds zijn genoemd, maar nogmaals worden benadrukt. Ten eerste zijn dit schattingen van de ex ante opbrengsten zonder gedragsreacties op vermogensopbouw en portfoliokeuzes bij gegeven heffingsvrijstellingen (heffingsvrij inkomen) in box 3. Ten tweede ontbreken precieze gegevens om de gemiddelde houdperiode van beleggingen in box 3 goed te schatten. De resultaten zijn daarvoor zeer gevoelig. Ten derde is een benadering gemaakt van de vermogenssamenstelling in box 3. Die kan mogelijk zijn vertekend doordat een aantal belangrijke (maar plausibele) aannames moest worden gemaakt. Ten vierde worden constante rendementen en constante verhoudingen tussen koerswinst en dividend aangenomen. In werkelijkheid zijn deze niet constant en kunnen ook door het belastingbeleid worden beïnvloed. Daardoor kunnen effectieve tarieven op aandelen en onroerend goed zich aanpassen aan beleid, en daardoor de opbrengsten veranderen.

## 7 Vergelijking met de raming van het Ministerie van Financiën

Het wetsvoorstel Wet werkelijk rendement box 3 bevat een eigen budgettaire raming (Ministerie van Financiën, 2025), zie Tabel 9.<sup>28</sup> Het Ministerie van Financiën raamt het basispad in 2028 ergens tussen 8 en 9 mld euro per jaar, dalend naar circa 8 mld in 2033, om vervolgens te stabiliseren rond 8 mld. De opbrengst onder het wetsvoorstel stijgt na 2034 boven het basispad uit, naar circa 10 mld euro structureel in 2060. De structurele meeropbrengst bedraagt 1,9 mld euro. De structurele meeropbrengsten ten opzichte van de forfaitaire vermogensrendementsheffing in dit artikel bedragen ook circa 2 mld en zijn daarmee volledig vergelijkbaar met de ramingen bij het wetsvoorstel. De ramingen in dit artikel en die van het Ministerie verschillen op een aantal belangrijke punten, omdat zij uitgaan van verschillende methoden, basispaden en gedragsaannames. Deze sectie bespreekt deze verschillen.

Het basispad in de berekening van het Ministerie van Financiën is het oude box 3-stelsel zoals dat tot 2017 gold, vóór het Kerstarrest, en gecorrigeerd voor structurele wijzigingen waartoe

---

<sup>28</sup>Het Centraal Planbureau heeft deze raming gecertificeerd als redelijk en neutraal, met onzekerheidsoordeel hoog (CPB, 2025).

Jaar	Budgettair effect (mln euro)
2028	1.006
2029	70
2030	-122
2031	-167
2032	-96
2033	-13
2034	82
2035	196
2036	279
Structureel (2060)	1.897
Cumulatief 2028–2033	678

Tabel 9: Geraamd budgettair effect van het wetsvoorstel Wet werkelijk rendement box 3 ten opzichte van het basispad, in mln euro (prijzen 2025). Bron: Ministerie van Financiën (2025).

sindsdien is besloten. De Overbruggingswet box 3 en de Wet tegenbewijsregeling box 3 zitten niet in het basispad, omdat deze als ‘tijdelijk’ worden beschouwd. Het basispad in dit artikel komt hiermee overeen. Feitelijk wordt in dit artikel ook alleen de structurele opbrengst van het forfaitaire stelsel geschat, zonder rekening te houden met de tegenbewijsregeling (en andere regelingen).

De raming van het Ministerie van Financiën (2025) bevat twee gedragseffecten. Ten eerste een belastingderving van 20 procent van de potentiële opbrengsttoename omdat de belastingdruk in het nieuwe stelsel stijgt. Ten tweede een sterker lock-in effect bij onroerend goed. Dit artikel veronderstelt een houdperiode van 10 jaar voor onroerend goed, gebaseerd op Eichholtz e.a. (2021). Het Ministerie van Financiën (2025) veronderstelt een gemiddelde houdperiode van circa 13 jaar op basis van WOZ-gegevens, en verlengt deze door lock-in met 50% naar 19,5 jaar. Deze gedragseffecten drukken zowel de structurele opbrengst als de opbrengst op het transitiepad. De ex ante ramingen in dit artikel houden geen rekening met gedragseffecten. De aannahme van een houdperiode van 20 jaar voor onroerend goed in de robuustheidsanalyse benadert wel de bezitsduur van 19,5 jaar die het Ministerie van Financiën na het lock-in effect hanteert; de cumulatieve transitie-derving over 20 jaar loopt dan op tot 24–30 mld euro. De algemene gedragsreactie van 20 procent op de potentiële opbrengsttoename is daarmee echter niet afgedekt.

Het wetsvoorstel vervangt het heffingsvrije vermogen van 59.357 euro (2027) door een heffingsvrij resultaat van 1.800 euro. Het Ministerie van Financiën (2025) houdt hier rekening mee. Dit artikel houdt het heffingsvrije vermogen constant. Dit onderschat de structurele opbrengst van het nieuwe stelsel. Het huidige heffingsvrije vermogen van 59.357 euro genereert bij een gemiddeld *forfaitair* rendement van 4,56 procent een belastingvrij rendement van circa 2.760 euro, tegenover 1.800 euro onder het wetsvoorstel. Als het heffingsvrije vermogen recht evenredig zou afnemen, zou de belastingopbrengst bij een gemiddeld werkelijk rendement van 4,75 procent ongeveer 0,8 mld euro hoger zijn, met een aanzienlijke onzekerheidsmarge (0,5–1,0 mld euro).

De Ramingstoelichting laat ook zien dat de opbrengsten van het basispad in 2030–2033 dalen. Dat komt doordat de forfaitaire rendementen in het oude stelsel momenteel boven het structureel verwachte niveau liggen – door hoge rendementen op aandelen en onroerend goed in voorgaande jaren – en geleidelijk gaan dalen naar veronderstelde lange-termijngemiddelden. In dit artikel zijn alle forfaitaire rendementen op langjarige gemiddelden vastgezet, die niet overeen hoeven te komen met cijfers die het Ministerie van Financiën (2025) hanteert.

De raming in dit artikel maakt gebruik van een analytisch beleggingscohortmodel en uniforme rendementen per vermogensbestanddeel. Het Ministerie van Financiën gebruikt een microsимуlatiemodel op aangiftegegevens, waarbij belastingplichtigen met vermogens boven 1 mln euro

worden gekloond om de invloed van uitschieters te beperken. Ook worden stochastische rendementen verondersteld op basis van vertrouwelijke bankgegevens. Heterogeniteit in vermogens en rendementen wordt in de microsimulatie expliciet gemodelleerd.

Het Ministerie van Financiën houdt rekening met de vastgoedbijtelling van 3,35 procent van de WOZ-waarde als belastbaar voordeel voor niet-verhuurd onroerend goed. De raming in dit artikel hanteert een huurrendement  $d_v = 3,5$  procent op de marktwaarde. Voor verhuurd onroerend goed is dit conceptueel equivalent. Voor niet-verhuurd onroerend goed komt 3,35 procent van de WOZ-waarde, gegeven dat de WOZ-waarde doorgaans 80 à 95 procent van de marktwaarde bedraagt, neer op circa 2,7 tot 3,2 procent van de marktwaarde. Het hier gehanteerde uniforme rendement van 3,5 procent op de marktwaarde ligt daar dus boven. Voor niet-verhuurd onroerend goed geeft de raming in dit artikel daarmee een overschatting ten opzichte van het Ministerie van Financiën.

## 8 Conclusie

Een vermogenswinstbelasting kent per cohort een lager effectief tarief dan een vermogensaanwasbelasting met hetzelfde statutaire tarief, maar genereert in de steady state dezelfde jaarlijkse overheidsopbrengst. Het belastingvoordeel van uitstel uit zich in een lagere contante waarde voor de belegger en in een eenmalige opbrengstderving tijdens de transitie. Een werkelijk-rendementsstelsel – in welke variant dan ook – levert ex ante structureel circa 9,8 mld euro per jaar op tegenover 7,8 mld in het huidige forfaitaire stelsel – bij gelijkblijvende vrijstellingen. De cumulatieve transitie-derving bedraagt ex ante circa 12 mld euro voor het wetsvoorstel en circa 14 mld voor een volledige vermogenswinstbelasting. Een retrospectieve vermogenswinstbelasting op onroerend goed brengt het wetsvoorstel voor het individuele cohort exact op het niveau van een vermogensaanwasbelasting en reduceert de cumulatieve derving tot ex ante circa 7,5 mld euro. Gedragseffecten kunnen belangrijk zijn. Naar verwachting leidt een vermogenswinstbelasting tot aanzienlijk langere houdperiodes, die de transitieverliezen sterk verhogen. Een verdubbeling van de houdperiodes leidt tot meer dan een verdubbeling van het cumulatieve transitieverlies, tot circa 24–30 mld euro.

## Referenties

AFM (2024), “Consumentenmonitor Beleggers – Q3 2024”, Autoriteit Financiële Markten, Amsterdam, <https://www.afm.nl/~/profmedia/files/rapporten/2024/consumentenmonitor-beleggers-2024-q3.pdf>.

Agentschap van de Generale Thesaurie (2026), “Rentereeksen Nederlandse staatsobligaties”, Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën, <https://www.dst.a.nl/actueel/statistieken/rentereeksen-nederlandse-staatsobligaties>.

Auerbach, Alan J. (1991), “Retrospective Capital Gains Taxation”, *American Economic Review*, 81(1), 167–178.

Barber, Brad M., en Terrance Odean (2008), “All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, *Review of Financial Studies*, 21 (2), 785–818.

Barber, Brad M., Terrance Odean en Lu Zheng (2005), “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows”, *Journal of Business*, 78(6), 2095–2119.

Blanchard, Olivier J. (1985), “Debt, Deficits, and Finite Horizons”, *Journal of Political Economy*, 93 (2), 223–247.

CBS (2025a), “Vermogen van huishoudens; huishoudenskenmerken, vermogensbestanddelen”, StatLine-tabel 83834NED, <https://www.cbs.nl/nl-nl/cijfers/detail/83834NED>.

CBS (2025b), “Bestaande koopwoningen; verkoopprijzen prijsindex 2020=100”, StatLine-tabel 85773NED, <https://www.cbs.nl/nl-nl/cijfers/detail/85773NED>.

CPB (2025), “Certificering budgettaire raming Wet werkelijk rendement box 3”, Centraal Planbureau, bijlage bij Kamerstukken II 2024/25, 36 748, nr. 3, <https://www.cpb.nl/certificering-budgettaire-raming-wet-werkelijk-rendement-box-3>.

DNB (2025a), “Effectenbezit Nederlandse huishoudens”, statistisch dashboard en tabel 4.6 “Beleggingen van Nederlandse huishoudens in effecten per instrumentklasse”, <https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/effectenbezit-nederlandse-huishoudens/>.

DNB (2025b), “Spaargeld huishoudens”, statistisch dashboard en tabel 5.2.7.1 “Deposito’s en leningen van MFI’s aan huishoudens, rentepercentages”, <https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/spaargeld-huishoudens/>.

DNB (2025c), “Beleggingen huishoudens doorbreken grens van EUR 200 miljard”, Statistisch Nieuwsbericht, De Nederlandsche Bank, <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2025/beleggingen-huishoudens-breken-door-de-grens-van-200-miljard-dankzij-beuriskoersen/>.

DNB (2025d), “Hypotheekrentes banken”, statistisch dashboard, De Nederlandsche Bank, <https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/woninghypotheeken/hypotheekrentes-banken/>.

Damen, Sven, Matthijs Korevaar en Stijn Van Nieuwerburgh (2025), “An Alpha in Affordable Housing?”, NBER Working Paper 33470, Cambridge-MA: National Bureau for Economic Research.

Euronext (2025), “AEX-Index Factsheet – as of December 31, 2025”, Amsterdam: Euronext, [https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-fact-sheets/AEX\\_Index\\_Factsheet.pdf](https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-fact-sheets/AEX_Index_Factsheet.pdf).

Eichholtz, Piet, Matthijs Korevaar, Thies Lindenthal en Ronan Tallec (2021), “The Total Return and Risk to Residential Real Estate”, *Review of Financial Studies*, 34(8), 3608–3646.

Investment Company Institute (2001), “Redemption Activity of Mutual Fund Owners”, *Fundamentals: Investment Company Institute Research in Brief*, 10 (1), March 2001.

Jacobs, Bas (2026), “Levert een Vermogenswinstbelasting meer Opbrengsten op dan een Vermogensaanwasbelasting? Nee”, memo, Vrije Universiteit Amsterdam.

CPB (2025), “Certificering budgettaire raming Wet werkelijk rendement box 3”, Centraal Planbureau, bijlage bij Kamerstukken II 2024/25, 36 748, nr. 3, <https://www.cpb.nl/certificering-budgettaire-raming-wet-werkelijk-rendement-box-3>.

Ministerie van Financiën (2025), “Ramingstoelichting Wet werkelijk rendement box 3”, bijlage bij Kamerstukken II 2024/25, 36 748, nr. 3, <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2025/05/19/ramingstoelichting-wet-werkelijk-rendement-box-3>.

MSCI (2025), “MSCI World Index Factsheet”, <https://www.msci.com/indexes/index/990100>.

Staatscourant (2025), “Regeling forfaitaire rendementspercentages banktegoeden, overige bezittingen en schulden in box 3 voor het kalenderjaar 2024”, Staatscourant van het Koninkrijk der Nederlanden.

Staatscourant (2026), “Regeling forfaitaire rendementspercentages banktegoeden, overige bezittingen en schulden in box 3 voor het kalenderjaar 2025”, Staatscourant van het Koninkrijk der Nederlanden.

Tweede Kamer (2025), “Wijziging van de Wet inkomstenbelasting 2001 om werkelijke inkomsten uit bezittingen en schulden in box 3 te belasten (Wet werkelijk rendement box 3)”, Kamerstukken II 2024/25, 36 748, nr. 2 (wetsvoorstel, 19 mei 2025), <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/wetsvoorstellen/detail?dossier=36748>.

## Appendix – Vergelijking formules in discrete en continue tijd van Auerbach (1991)

Deze appendix laat zien dat de formules in discrete tijd in dit stuk en de formules van Auerbach (1991) in continue tijd equivalent zijn.

Alle variabelen worden geschreven in de notatie van dit artikel:  $\tau$  voor het statutaire tarief,  $g$  voor de waardestijging,  $d$  voor het dividendrendement,  $r \equiv g + d$  voor de (bruto) discontovoet (en het door de belegger vereiste rendement),  $T$  voor de houdperiode, en  $P_t = (1 + g)^t$  voor de prijs van het vermogensbestanddeel in discrete tijd respectievelijk  $P_t = e^{gt}$  in continue tijd, waarbij  $P_0 = 1$ . De gecumuleerde belastingenschuld wordt aangeduid met  $\mathcal{T}_t$ .

Auerbach gebruikt  $i$  voor de risicovrije rente,  $t$  voor het tarief en  $s$  voor de houdperiode. In wat volgt wordt dit steeds vertaald naar de notatie in dit artikel:  $i \leftrightarrow r$ , Auerbachs  $t \leftrightarrow \tau$ , en Auerbachs  $s \leftrightarrow t$  (lopende tijd) of  $T$  (houdperiode).

### Equivalentie van de discontovoeten

Bij Auerbach komt de groeivoet  $g$  van de vermogensaanwas niet expliciet voor en in dit artikel niet expliciet de risicovrije rente. Dit weerspiegelt geen verschil in substantie, maar een verschil in startpunt.

In Auerbach is  $i$  de risicovrije rente. Onder houdperiode-neutraliteit (Auerbach Sectie II) vereist portfolio-evenwicht dat het zekerheidsequivalente vereiste totaalrendement op het belegde vermogensbestanddeel gelijk is aan  $i$ . In zijn Sectie III (zonder dividenduitkeringen) is dat rendement uitsluitend koerswinst, zodat in de notatie van dit artikel geldt dat  $g \equiv r = i$ . In Sectie IV met dividenduitkeringen  $D_t$  die onmiddellijk worden belast met  $\mathcal{T}_t^{\text{flow}}$  geldt  $V(\dot{P}_t) + D_t = i P_t$ . Ofwel, in de notatie van dit artikel:  $g + d = r$ . Auerbachs  $i$  is dus altijd de som van koerswinst en dividend.

In dit stuk ontbreekt een aparte risicovrije rente omdat de discontovoet  $r$  is gedefinieerd als het door de belegger vereiste rendement:  $r = g + d$ . Als wel obligaties als vermogensbestanddeel zouden worden opgenomen, zou het rendement daarvan gelijk aan  $r$  moeten zijn – wat Auerbach impliciet doet. Dit is een geen-arbitrage voorwaarde: alle vermogensbestanddelen zonder risico moeten hetzelfde rendement genereren.

In de formule voor de retrospectieve winstbelasting staat in dit stuk alleen  $g$  en bij Auerbach alleen  $i$ . Dit is omdat dividenduitkeringen jaarlijks worden belast en dus geen onderdeel zijn van het uitstelvraagstuk. In Auerbach Sectie III bestaat geen dividend en valt  $i$  samen met  $g$ . In dit artikel paragraaf 3 is alleen de koerswinst  $g$  relevant. De twee formules beschrijven exact hetzelfde.

## Houdperiode-neutraliteit in discrete tijd

Auerbachs houdperiode-neutraliteitscriterium (Auerbach vgl. (4)) heeft een natuurlijke tegenhanger in discrete tijd. Beschouw een belegger die overweegt een vermogensbestanddeel nog één periode aan te houden. Laat  $P_t$  de waarde van het vermogensbestanddeel zijn,  $\mathcal{T}_t$  de gecumuleerde belastingschuld bij realisatie, en  $W_t = P_t - \mathcal{T}_t$  het netto vermogen.

Portfolio-evenwicht vereist dat de verwachte aangroei van het netto vermogen gelijk is aan de netto discontovoet (na belasting):

$$\mathbb{E}[P_{t+1} - \mathcal{T}_{t+1}] = (P_t - \mathcal{T}_t)(1 + r(1 - \tau)). \quad (38)$$

Houdperiode-neutraliteit vereist dat het vermogensbestanddeel het volledige bruto rendement  $r$  oplevert:  $\mathbb{E}[P_{t+1}] = P_t(1 + r)$ . Aftrekken van (38) geeft:

$$\mathbb{E}[\mathcal{T}_{t+1} - \mathcal{T}_t] = r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau r P_t. \quad (39)$$

Dit is de tegenhanger in discrete tijd van Auerbachs vgl. (4).

Wanneer dividend  $d P_t$  jaarlijks afzonderlijk wordt belast – analoog aan de uitbreiding in Auerbach Sectie IV – moet hiervan een bedrag  $\tau d P_t$  worden afgetrokken. Met  $r = g + d$  levert dat het volgende op

$$\mathcal{T}_{t+1} - \mathcal{T}_t = r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau g P_t. \quad (40)$$

Dit is de tegenhanger van Auerbachs vgl. (3) in discrete tijd. Het is de Vickrey-cumulatieve aanwasbelasting.

## Equivalenten in continue tijd

De formules uit dit artikel kunnen ook worden geschreven in continue tijd om de equivalentie tussen de resultaten hier en Auerbach (1991) beter te begrijpen. Gebruik  $P_t = e^{gt}$ ,  $D_t = d P_t$  en  $r = g + d$ . Dan luiden de tegenhangers van de discrete formules in dit stuk als volgt:

$$PV_c^{\text{aanwas}} = \int_0^T \tau g e^{gt} e^{-rt} dt = \frac{\tau g}{d} (1 - e^{-dT}), \quad (41)$$

$$PV_c^{\text{winst}} = \tau (e^{gT} - 1) e^{-rT} = \tau (e^{-dT} - e^{-rT}), \quad (42)$$

$$\delta_c(T, g, d) = PV_c^{\text{aanwas}} - PV_c^{\text{winst}} = \frac{\tau g}{d} (1 - e^{-dT}) - \tau (e^{-dT} - e^{-rT}). \quad (43)$$

Voor het effectieve tarief geldt in continue tijd:

$$PV_c^{\text{rendement}} = \int_0^T r e^{gt} e^{-rt} dt = \frac{r}{d} (1 - e^{-dT}), \quad (44)$$

$$PV_c^{\text{belasting}} = \int_0^T \tau d e^{gt} e^{-rt} dt + \tau (e^{gT} - 1) e^{-rT} = \tau (1 - e^{-rT}), \quad (45)$$

$$\tau_c^*(T, g, d) = \frac{PV_c^{\text{belasting}}}{PV_c^{\text{rendement}}} = \frac{\tau d}{r} \frac{1 - e^{-rT}}{1 - e^{-dT}}. \quad (46)$$

Het tarief van de retrospectieve vermogenswinstbelasting in Auerbach (1991), Sectie III, vgl. (6) en Propositie 2 luidt in de notatie van dit artikel:

$$t_c^*(T, g, \tau) = \frac{1 - e^{-g\tau T}}{1 - e^{-gT}} = \frac{1 - R^{-\tau}}{1 - R^{-1}}, \quad R \equiv P_T/P_0 = e^{gT}. \quad (47)$$

De formules (41)–(46) staan niet expliciet in Auerbach (1991), maar passen volledig binnen zijn analytische raamwerk. Vgl. (47) is identiek aan Auerbachs vgl. (6), uitgedrukt als het tarief op de gerealiseerde vermogenswinst.

### Relatie met Auerbachs differentiaalvergelijking voor houdperiodeneutraliteit

Definieer de Vickrey-cumulatieve belastingschuld als doorgerolde waarde van alle aanwasbelastingen die tot aan tijdstip  $t$  zouden zijn betaald, waarbij wordt verdisconteerd met de netto discontovoet (na belastingen)  $r(1 - \tau)$ :

$$\mathcal{T}_t \equiv \int_0^t \tau g P_z \exp(r(1 - \tau)(t - z)) dz, \quad P_z = e^{gz}, \quad \mathcal{T}_0 = 0. \quad (48)$$

Differentieer deze formule naar  $t$  met behulp van Leibniz' regel (afgeleide naar de bovengrens en naar  $t$  in de integraal):

$$\begin{aligned} \dot{\mathcal{T}}_t &= \tau g P_t \underbrace{\exp(r(1 - \tau) \times 0)}_{=1} + r(1 - \tau) \underbrace{\int_0^t \tau g P_z \exp(r(1 - \tau)(t - z)) dz}_{=\mathcal{T}_t} \\ &= r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau g P_t. \end{aligned} \quad (49)$$

Vgl. (49) is precies vgl. (3) in Auerbach, met  $i \leftrightarrow r$ , Auerbachs  $t \leftrightarrow \tau$  en  $g_s \leftrightarrow g$ .

Op equivalente wijze kan Auerbachs algemene flow-vergelijking (vgl. (14) met dividenduitbreiding) worden met de jaarlijks betaalde dividendbelasting  $\mathcal{T}_t^{\text{flow}} = \tau d P_t$  worden geschreven als  $\dot{\mathcal{T}}_t = r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau r P_t - \mathcal{T}_t^{\text{flow}}$ . Dat is gelijk aan:

$$\dot{\mathcal{T}}_t = r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau(r - d)P_t = r(1 - \tau)\mathcal{T}_t + \tau g P_t. \quad (50)$$

Dit is identiek aan vgl. (49).

De expliciete oplossing van (49) met  $\mathcal{T}_0 = 0$  luidt, met behulp van  $g - r(1 - \tau) = r\tau - d$ :

$$\mathcal{T}_t = \frac{\tau g}{r\tau - d} \left( e^{gt} - e^{r(1 - \tau)t} \right). \quad (51)$$

Een subtiel punt is dat de equivalentie tussen de Vickrey-cumulatie en de aanwasbelasting uitsluitend geldt onder *portfolio-evenwicht*: verdisconteerd tegen de netto discontovoet (na belasting)  $r(1 - \tau)$  geeft vgl. (51) dezelfde uitkomst als de contante waarde van de stroom van aanwasbelastingen. Als de belegger discontovoet  $r(1 - \tau)$  heeft, dan kan de definitie (48) worden geschreven als:

$$e^{-r(1 - \tau)T} \mathcal{T}_T = \int_0^T \tau g P_z e^{-r(1 - \tau)z} dz. \quad (52)$$

De belegger is daarom indifferent tussen “op moment  $T$  in één keer  $\mathcal{T}_T$  afrekenen” en “elke periode tussentijds  $\tau g P_z dz$  afrekenen”. Dit is precies Auerbachs houdperiode-neutraliteit: vgl. (49) maakt een vermogenswinstbelasting equivalent aan de contante waarde van een vermogensaanwasbelasting voor de belegger.