

Geeft een vermogenswinstbelasting grotere belastingopbrengsten dan een vermogensaanwasbelasting? Nee

Bas Jacobs*
School of Business and Economics
Vrije Universiteit Amsterdam

21 januari, 2026

1 Inleiding

Deze notitie analyseert de claim van VVD, CDA, ChristenUnie, BBB en SGP dat de vermogenswinstbelasting op de lange termijn meer opbrengsten genereert dan een vermogensaanwasbelasting (FD, 2026). Deze claim is gebaseerd op een niet-openbare notitie van VNO-NCW (VNO-NCW, 2026). Zij beweren namelijk dat de vermogenswinstbelasting een ‘rente-op-rente-effect’ zou sorteren als niet-belaste winst belegd blijft in de economie.

Deze notitie laat zien dat een vermogenswinstbelasting helemaal niet meer belastingopbrengsten zou opleveren dan een vermogensaanwasbelasting. Het is omgekeerd; een vermogensaanwasbelasting zal altijd meer opbrengst opleveren. De reden is eenvoudig. Een vermogenswinstbelasting belast het rendement op ongerealiseerde waardeinstijging niet, terwijl een vermogensaanwasbelasting dat wel doet. Dit is de reden waarom beleggers en fiscaal voordeel genieten als ze winstrealisatie uitstellen. Daarom ontstaat ook het blokkeringseffect bij een vermogenswinstbelasting en dat effect is afwezig bij een vermogensaanwasbelasting. Het fiscale voordeel voor de belegger is natuurlijk een fiscaal nadeel voor de overheid; deze derft inkomsten. De opbrengst van een vermogenswinstbelasting is daarom lager dan die van een vermogensaanwasbelasting. De conclusie is daarom dat de claim van sommige politieke partijen en VNO-NCW op drijfzand is gebaseerd.

2 Model

Om de claim te onderzoeken dat een vermogenswinstbelasting meer opbrengst zou genereren dan een aanwasbelasting, wordt een eenvoudig voorbeeld beschouwd waarin de belastingopbrengst van een vermogenswinstbelasting wordt vergeleken met die van een vermogensaanwasbelasting. Dit model volgt letterlijk Auerbach (1991).

Een belegger wordt geanalyseerd voor twee perioden. Later wordt deze case uitgebreid naar een belegger met een (potentieel oneindig) lange tijdshorizon. Er wordt bovendien van risico geabstraheerd.

De belegger heeft een aandeel met een aanschafwaarde van 1. Op dat aandeel is vermogenswinst g op dat aandeel opgebouwd. De belegger moet beslissen of hij deze winst realiseert in periode 1 en de opbrengst herbelegt tegen het rendement r dat in periode 2 wordt geboekt, of dat

*Hoogleraar economie en overheidsfinanciën. E-mail: b.jacobs@vu.nl. Adres: Vakgroep Algemene Economie, School of Business and Economics, Vrije Universiteit Amsterdam, De Boelelaan 1105, 1081 HV Amsterdam. Telefoon: +020 – 598 9105/6030. Homepage: <https://jacobs73.home.xs4all.nl/>. Alle fouten en omissies zijn de mijne.

hij het aandeel aanhoudt om eenzelfde aanvullend rendement r te behalen op de ongerealiseerde vermogenswinst g .

Hierbij wordt aangenomen dat de rendementen op de ongerealiseerde winst bij uitstel en herbelegging in een volkomen vergelijkbare vermogenstitel hetzelfde rendement voor belasting oplevert. Dit is een conditie die zegt dat er in goedwerkende kapitaalmarkten geen onbenutte arbitragemogelijkheden bestaan.

Verondersteld wordt dat alle kapitaalinkomens tegen hetzelfde tarief t worden belast. Ook wordt aangenomen dat er geen gedragseffecten zijn op de belasting.

2.1 Vermogenswinstbelasting

Bij een vermogenswinstbelasting is het eindvermogen V_R^{vwb} van de belegger die zijn aandeel direct verkoopt en de vermogenswinst realiseert in periode 1 en zijn vermogen plus winst herbelegt tegen rendement r in periode 2 gelijk aan:

$$V_R^{vwb} = [1 + g(1 - t)][1 + r(1 - t)] = (1 + g)(1 + r) - t[g(1 + r(1 - t)) + (1 + g)r]. \quad (1)$$

Uitgedrukt in termen van de tweede periode is de totale belasting gelijk aan de betaalde belasting in de eerste periode, vermeerderd met het *netto* rendement na herbelegging plus de verschuldigde belasting daarover in de tweede periode.

Indien de belegger ervoor kiest het aandeel aan te houden in plaats van te verkopen, wordt de belasting over de ongerealiseerde winst vermeerderd met het *bruto* rendement op de ongerealiseerde vermogenswinst in de eerste periode. De belegger betaalt immers pas belasting wanneer de vermogenswinst daadwerkelijk wordt gerealiseerd en dat is niet het geval in periode 1. In het geval van winstrealisatie bedraagt het eindvermogen V_H^{vwb} van de belegger:

$$V_H^{vwb} = (1 + g)(1 + r) - t[(1 + g)(1 + r) - 1] \quad (2)$$

$$= (1 + g)(1 + r) - t[g + (1 + g)r] > V_R^{vwb}. \quad (3)$$

Duidelijk is dat de belegger een belastingvoordeel behaalt omdat *het rendement r op de ongerealiseerde waardeverhoging van het aandeel g onbelast is*.

De toekomstige waarde van de belastingopbrengsten B_R^{vwb} en B_H^{vwb} voor de overheid bij winstrealisatie en -uitstel zijn aldus gelijk aan

$$B_R^{vwb} = t[g[1 + r(1 - t)] + (1 + g)r] = t[g + (1 + g)r] + tgr(1 - t). \quad (4)$$

$$B_H^{vwb} = t[g + (1 + g)r]. \quad (5)$$

Duidelijk is dat de belastingopbrengst bij uitstel van winstrealisatie lager is dan bij directe winstrealisatie omdat de belastingdruk kan worden verlaagd door winstrealisatie uit te stellen. De overheid derft dus inkomsten door uitstel van winstrealisatie. Dit is dan ook de achterliggende reden waarom het blokkeringseffect optreedt; het naar voren halen van verliezen en het uitstellen van winstrealisatie leidt tot een lagere belastingdruk.

Het maakt voor de conclusies ten aanzien van de belastingopbrengsten niet uit of naar de toekomstige of de huidige contante waarde wordt gekeken. De huidige contante waarde van de belastingopbrengsten kan worden gevonden door de toekomstige waarde te delen door $1 + r$.

Merk op dat bij de bepaling van de toekomstige waarde van belastingopbrengsten is aangenomen dat de overheidsrente ook gelijk is aan r . Dit *moet* worden aangenomen in modellen waarbij geen onzekerheid is gemodelleerd. Alle zekere vermogenstitels moeten namelijk hetzelfde rendement opleveren zodat geen arbitragemogelijkheden bestaan in financiële markten. Als niet wordt aangenomen dat de overheidsrente ook r is, ontstaan er geldmachines in het model waarbij de overheid arbitrage kan plegen op financiële markten via het belastingbeleid.

In de werkelijkheid is het hogere rendement op aandelen dan op overheidsobligaties de vergoeding voor het dragen van financieel risico. In dit model wordt geabstraheerd van zulk risico. Voor het correct vergelijken van risicovrije en risicovolle kasstromen moeten daarom onzekere kasstromen van belastingopbrengsten worden verdisconteerd met een hogere discontovoet die dat risico correct weerspiegelt; met het gemiddelde rendement op beleggingen met een vergelijkbaar risico.

Als niet gelijke rendementen worden verondersteld voor de overheid en de private sector, en de overheid zelf een lagere rente zou betalen dan het rendement op kapitaal, dan komt er een geldmachine in het model die de uitkomsten volkomen onterecht vertekenen. De overheid kan bijvoorbeeld uitstel verlenen van belastingbetaling in periode 1 en beleggers een lening geven tegen de lagere rente op staatsleningen. Als de overheid beleggers pas belasting laat betalen in de tweede periode en alleen de overheidsrente in rekening brengt op de lening, dan profiteert de overheid van het rendementsverschil op obligaties en aandelenbeleggingen. Feitelijk gaat de overheid hiermee schulden aan en herbelegt de opbrengst in de kapitaalmarkt via de beleggers.

In het twee-periodenmodel kan bijvoorbeeld eenvoudig worden aangetoond dat, als de discontovoet van de overheid $i < r$ zou zijn, de verdisconteerde waarde van de belastingen van een vermogenswinstbelasting niet ondubbelzinnig kleiner is dan die van een vermogensaanwasbelasting. De conditie daarvoor is of i groter of kleiner is dan rt . De intuïtie is dat, enerzijds, de vermogenswinstbelasting leidt tot belastingderving, en, anderzijds, de belastingdruk verschuift naar de toekomst, waardoor kan worden geprofiteerd van het hogere rendement op beleggingen dan op staatsleningen. Dit laatste effect is de geldmachine in het model.

Deze geldmachine bestaat er in de werkelijkheid natuurlijk niet. Want tegenover het hogere rendement op aandelen ten opzichte van staatsleningen staat ook meer risico. De waarde van dit risico moet worden afgetrokken van het hogere beleggingsrendement op aandelen voor een zuivere vergelijking. Om dezelfde reden is het ook niet welvaartsverhogend als de overheid massaal staatsschulden aangaat om daarmee de aandelenmarkten over te nemen. Met andere woorden: in een model waarin alleen zekere beleggingen bestaan moeten alle rendementen op alle beleggingen gelijk zijn anders komen er economisch ongeloorloofde geldmachines in het model.

2.2 Vermogensaanwasbelasting

Stel nu dat er geen vermogenswinstbelasting is maar een vermogensaanwasbelasting. Bij een vermogensaanwasbelasting tegen hetzelfde tarief als een vermogenswinstbelasting is het eindvermogen V_R^{vab} van de belegger bij directe winstrealisatie en herbelegging van de winst tegen rendement r gelijk aan:

$$V_R^{vab} = [1 + g(1 - t)][1 + r(1 - t)] = (1 + g)(1 + r) - t[g(1 + r(1 - t)) + (1 + g)r]. \quad (6)$$

Dit is vanzelfsprekend identiek aan het eindvermogen bij een vermogenswinstbelasting. Als winsten direct worden gerealiseerd, dan is er geen verschil tussen een vermogensaanwas- en -winstbelasting.

Indien de belegger ervoor kiest het aandeel aan te houden in plaats van te verkopen, moet de belegger bij een vermogensaanwasbelasting wél belasting t betalen over de ongerealiseerde vermogenswinst g . Aan het einde van de eerste periode heeft deze belegger daarom een netto vermogen van $1 + g(1 - t)$. Dit vermogen groeit aan met een bruto rendement r . Het aandeel wordt in periode 2 verkocht, waardoor in periode 2 belasting t is verschuldigd over het totale rendement $r(1 + g(1 - t))$. Het eindvermogen van de belegger bij winstuitstel is daarom identiek aan het eindvermogen bij directe winstrealisatie onder een vermogensaanwasbelasting:

$$V_H^{vab} = [1 + g(1 - t)][1 + r(1 - t)] \quad (7)$$

$$= (1 + g)(1 + r) - t[g(1 + r(1 - t)) + (1 + g)r] = V_R^{vab}. \quad (8)$$

Duidelijk is dat de belegger bij een vermogensaanwasbelasting geen belastingvoordeel meer geniet als hij winstrealisatie uitstelt, aangezien het rendement over de ongerealiseerde waardestijging van het aandeel nu wel wordt belast.

De toekomstige waarde van de belastingopbrengst voor de overheid is gelijk aan:

$$B_R^{vab} = B_H^{vab} = t [g[1 + r(1 - t)] + (1 + g)r] = t [g + (1 + g)r] + tgr(1 - t). \quad (9)$$

De belastingopbrengst bij uitstel van winstrealisatie is daarom identiek aan die bij directe winstrealisatie omdat de belastingdruk *niet* kan worden verlaagd door uitstel van winstrealisatie. De overheid derft dus géén inkomsten door uitstel van winstrealisatie. Aangezien bij een vermogensaanwasbelasting geen blokkeringseffecten zullen optreden, wordt vermogensaanwasbelasting door de meeste economen als theoretisch superieur beschouwd.

Hieruit volgt het belangrijkste resultaat van deze notitie:

$$B_H^{vwb} < B_R^{vwb} = B_R^{vab} = B_H^{vab}. \quad (10)$$

Uit het twee-periodenmodel volgt daarom ondubbelzinnig dat de belastingopbrengst onder een vermogensaanwasbelasting altijd hoger is omdat uitstel van winstrealisatie geen fiscaal voordeel meer oplevert. De belastingopbrengst van een vermogensaanwasbelasting is identiek aan die van een vermogenswinstbelasting als alle winsten worden gerealiseerd en niet uitgesteld.

3 Uitbreiding naar een T -periodenmodel

De vraag is nu of bovenstaande inzichten generaliseren naar meerdere perioden. Deze sectie toont aan dat dit triviaal het geval is. Beschouw nu een belegger die voor perioden $1, 2, \dots, T$ kan beleggen, waarbij T de laatste periode is en potentieel oneindig lang duurt. Deze belegger bezit opnieuw een aandeel met aanschafwaarde 1. Er is een (ongerealiseerde) vermogenswinst g op het aandeel opgebouwd, zodat de waarde in periode 1 gelijk is aan $1 + g$. Het aandeel (of een alternatieve belegging in aandelen met dezelfde kenmerken) levert in elke volgende periode een constant bruto rendement r op. Ook is de rente voor de overheid gelijk aan r . Het belastingtarief op kapitaalinkomen is constant en gelijk aan t .

De belegger heeft twee keuzes: i) het realiseren van zijn vermogenswinst in periode 1 en dan zijn inleg plus vermogenswinst herbeleggen tot aan periode T , of ii) de belegger kan winstrealisatie zo lang mogelijk uitstellen en zijn vermogenswinst pas realiseren in periode T . Door deze extreme aanname te maken – zo lang mogelijk winstuitstel – kan op de meest conservatieve manier worden aangetoond dat een vermogensaanwasbelasting altijd meer opbrengst genereert.

3.1 Vermogenswinstbelasting

Bij directe winstrealisatie in periode 1 wordt de winst g gerealiseerd en belast, zodat het netto vermogen $1 + g(1 - t)$ bedraagt. Dit vermogen wordt vervolgens $T - 1$ perioden herbelegd tegen een netto rendement $r(1 - t)$. Het eindvermogen van de belegger bedraagt in dat geval:

$$V_R^{vwb} = [1 + g(1 - t)] [1 + r(1 - t)]^{T-1}. \quad (11)$$

Als de belegger winstrealisatie maximaal uitstelt, is de waarde van het aandeel in periode T gelijk aan $(1 + g)(1 + r)^{T-1}$. In periode T wordt de totale gerealiseerde winst $(1 + g)(1 + r)^{T-1} - 1$ belast. Het eindvermogen van de belegger is dan gelijk aan:

$$V_H^{vwb} = (1 + g)(1 + r)^{T-1} - t [(1 + g)(1 + r)^{T-1} - 1] \quad (12)$$

$$> [1 + g(1 - t)] [1 + r(1 - t)]^{T-1} = V_R^{vwb}. \quad (13)$$

De appendix bewijst dat het vermogen van de belegger onder een vermogenswinstbelasting hoger is wanneer (maximaal) winstrealisatie wordt uitgesteld.

De toekomstige waarde van de belastingopbrengst in periode T onder een vermogenswinstbelasting bij directe winstrealisatie en bij uitstel is gegeven door:

$$B_R^{vwb} = (1+g)(1+r)^{T-1} - [1+g(1-t)][1+r(1-t)]^{T-1}, \quad (14)$$

$$B_H^{vwb} = t[(1+g)(1+r)^{T-1} - 1] < B_R^{vwb}. \quad (15)$$

De belastingopbrengst bij een vermogenswinstbelasting bij maximaal uitstel is lager dan bij directe realisatie. Dat is als volgt te zien. Definieer het bruto vermogen voor belasting als $V^{bruto} \equiv (1+g)(1+r)^{T-1}$. Per definitie geldt dan:

$$B_R^{vwb} = V^{bruto} - V_R^{vwb}, \quad B_H^{vwb} = V^{bruto} - V_H^{vwb}. \quad (16)$$

Trek deze twee uitdrukkingen van elkaar af:

$$B_R^{vwb} - B_H^{vwb} = (V^{bruto} - V_R) - (V^{bruto} - W_H) = V_H - V_R. \quad (17)$$

In de appendix is bewezen dat onder een realisatiebelasting geldt dat: $V_H > V_R$. Daaruit volgt onmiddellijk dat de belastingopbrengst bij uitstel van winstrealisatie lager is:

$$B_H^{vwb} < B_R^{vwb}.$$

3.2 Vermogensaanwasbelasting

Onder een vermogensaanwasbelasting wordt de beleggingswinst g al in periode 1 belast. Vanaf periode 2 groeit het vermogen elk jaar met de netto factor $1+r(1-t)$. In dit geval maakt de timing van realisatie geen verschil:

$$V_R^{vab} = V_H^{vab} = [1+g(1-t)][1+r(1-t)]^{T-1}. \quad (18)$$

Wederom volgt dat een vermogensaanwasbelasting neutraal is ten aanzien van winstrealisatie.

Omdat het eindvermogen gelijk is onder beide strategieën, vinden we ook dat de belastingopbrengsten gelijk zijn bij realisatie of uitstel van winstrealisatie:

$$B_R^{vab} = B_H^{vab} = V^{bruto} - [1+g(1-t)][1+r(1-t)]^{T-1}. \quad (19)$$

Hieruit volgt onmiddellijk dat het hoofdresultaat van het twee-periodenmodel volledig generaliseert naar meerdere perioden:

$$B_H^{vwb} < B_R^{vwb} = B_R^{vab} = B_H^{vab}. \quad (20)$$

Met andere woorden: de vermogensaanwasbelasting levert daarom *altijd* meer belastingopbrengst op dan een vermogenswinstbelasting wanneer winstrealisatie langdurig wordt uitgesteld. De belastingopbrengst bij een vermogensaanwasbelasting is bovendien identiek aan de opbrengst van een vermogenswinstbelasting bij directe winstrealisatie.

4 Discussie ‘rente-op-rente’

Het zogenaamde ‘rente-op-rente-effect’ is misleidend. VNO-NCW suggereert in zijn notitie dat de belastingopbrengsten van een vermogenswinstbelasting veel groter zijn omdat vermogen meer zou aangroeien onder een vermogenswinstbelasting aangezien belastingheffing naar de toekomst zou worden verplaatst. Zolang vermogenswinsten niet zijn gerealiseerd, is de belasting nul, waardoor het vermogen sneller kan aangroeien.

Maar, VNO-NCW past geen verdiscontering toe op belastingopbrengsten over de tijd heen. Gerritsen (2026) merkt terecht op dat dit een flater is. Een euro verder weg in de toekomst is

minder waard dan een euro nu. Hoe verder weg in de toekomst een euro wordt verdiend, hoe exponentieel minder die een euro vandaag waard is.

VNO-NCW doet alsof de discontovoet voor de overheid nul is. Maar dat is – zoals hierboven betoogd – een foutieve aanname. VNO-NCW stopt zo inderdaad een geldmachine in hun sommen. Het is alsof de overheid gratis geld kan lenen en dat aan beleggers vervolgens uitleent (in de vorm van uitstel van belastingheffing) en daar vervolgens een kapitaalrendement op kan boeken van tr omdat de opbrengst later wordt belast. Het ‘rente-op-rente’ effect treedt inderdaad op bij uitstel van winstneming, maar geldt eveneens voor de derving van overheidsinkomsten. Die belastingderving ten opzichte van een vermogensaanwasbelasting groeit ook exponentieel naarmate de horizon langer wordt zolang de overheid kosten maakt om geld te lenen. Als daarvoor wordt gecorrigeerd, resteert dat een vermogensaanwasbelasting altijd meer oplevert dan een vermogenswinstbelasting, zoals dit stuk heeft aangetoond.

De conclusie is dat VNO-NCW de Tweede Kamer en de samenleving op het verkeerde been heeft gezet met misleidende sommen.

Appendix

Deze appendix bewijst dat het eindvermogen altijd hoger is bij uitstel van winstrealisatie in het model met meerdere perioden.

Definieer $n \equiv T - 1 \geq 1$ en $A \equiv 1 + g(1 - t) > 1$. Dan zijn de eindvermogens bij beide strategieën te schrijven als:

$$V_R = A [1 + r(1 - t)]^n, \quad (21)$$

$$V_H = (1 + g)(1 + r)^n - t((1 + g)(1 + r)^n - 1) = (A - t)(1 + r)^n + t. \quad (22)$$

Dat $V_H > V_R$ kan als volgt worden bewezen.

Als $n \geq 1$ dan is de functie $f(x) = x^n$ convex in $x > 0$. Merk op dat

$$1 + r(1 - t) = (1 - t)(1 + r) + t \cdot 1. \quad (23)$$

Toepassing van Jensen’s ongelijkheid geeft vervolgens:

$$[1 + r(1 - t)]^n = f((1 - t)(1 + r) + t \cdot 1) \leq (1 - t)f(1 + r) + tf(1) = (1 - t)(1 + r)^n + t. \quad (24)$$

Vermenigvuldig (24) met A :

$$V_R = A [1 + r(1 - t)]^n \leq A((1 - t)(1 + r)^n + t) = A(1 - t)(1 + r)^n + At. \quad (25)$$

Nu kan worden bewezen dat V_H groter is dan de rechterzijde van (25). Gebruik (22):

$$V_H - (A(1 - t)(1 + r)^n + At) = (A - t)(1 + r)^n + t - A(1 - t)(1 + r)^n - At \quad (26)$$

$$= (A - t - A(1 - t))(1 + r)^n + t(1 - A). \quad (27)$$

Omdat $A - t - A(1 - t) = t(A - 1)$, volgt:

$$V_H - (A(1 - t)(1 + r)^n + At) = t(A - 1)((1 + r)^n - 1). \quad (28)$$

Aangezien $t > 0$, $A - 1 = g(1 - t) > 0$ en $(1 + r)^n - 1 > 0$ (want $r > 0$ en $n \geq 1$), is dit verschil strikt positief. Samen met (25) geeft dit: $V_H > V_R$.

Referenties

Auerbach, Alan J. (1991), “Retrospective capital gains taxation”, *American Economic Review*, 81 (1), 167-178.

FD (2026), “Kamer eist meer duidelijkheid over opbrengsten vermogenswinstbelasting in box 3”, *Het Financieele Dagblad*, 19 januari 2026.

Gerritsen, Aart (2026), Commentaar op Linked-in, <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:7419>

VNO-NCW (2026), Notitie over diverse aspecten van een vermogenswinst- en een vermogensaanwasbelasting, niet gepubliceerd.