Het rente-op-rente-effect bij een vermogenswinstbelasting

Bas Jacobs

Vrije Universiteit Amsterdam

5 juni, 2026

Aanleiding

- Stortvloed aan reacties op kabinetsvoorstel *Wet werkelijk rendement box 3* om vermogensaanwas te belasten in plaats van vermogenswinst.
- VNO-NCW (2026) beweert dat een vermogensaanwasbelasting tot minder vermogensopbouw en belastingopbrengsten leidt.
- Vele online berekeningen van mensen uit de fiscale en finance wereld die zouden aantonen dat vermogenswinstbelasting beter is dan een vermogensaanwasbelasting voor de vermogensopbouw van beleggers.
- Talloze boze reacties die volgden na mijn optreden in de Eerste Kamer. Ik zou hebben gezegd dat ‘rente-op-rente’ niet bestaat en een spookverhaal is.
  - Gelukkig ook terechtwijzingen van Milou Brand in het FD en anderen in online reacties.
- Dus: daarom een uitleg voor iedereen die wel wil weten wat ik bedoel.

Wat heb ik precies gezegd?

Mijn letterlijke tekst in mijn position paper: “Mythe: de vermogensaanwasbelasting schaadt de vermogensopbouw níet. Critici (waaronder VNO-NCW, 2025) stellen dat een vermogensaanwasbelasting minder vermogensopbouw zou opleveren via het ‘rente-op-rente-effect’. ... Als de belastingopbrengst gelijk wordt gehouden en overheidsopbrengsten correct worden verdisconteerd, dan blijkt dat de vermogensopbouw onder beide stelsels vrijwel identiek is (Jacobs, 2026c). Het argument dat een vermogensaanwasbelasting de vermogensopbouw zou schaden is daarom een spookverhaal.”

Mijn letterlijke uitspraken in de Eerste Kamer: “Critici stellen dat de vermogensaanwasbelasting tot minder vermogensopbouw zou leiden via het rente-op-rente-effect. Ik heb daar onderzoek naar gedaan en ik kom tot de conclusie dat dit een spookverhaal is. Het is een spookverhaal, omdat er door de lagere belastingopbrengsten bij een vermogenswinstbelasting een gat ontstaat in de begroting dat rechtgetrokken moet worden met hogere tarieven, en omdat er niet correct wordt verdisconteerd in de opbrengsten van de overheid.”

Jacobs heeft nooit beweerd dat ‘rente-op-rente’ niet bestaat

- **Conclusie**: Ik heb **nooit** beweerd dat ‘rente-op-rente-effecten’ niet bestaan. Alleen dat die ‘rente-op-rente-effecten’ *niet* leiden tot meer vermogensopbouw bij een vermogenswinstbelasting dan een vermogensaanwasbelasting.
- Iedereen die beweert (en dat zijn er velen) dat ik ‘rente-op-rente’ ontken:
  - Heeft niet goed gelezen of geluisterd naar wat ik heb gezegd; of
  - Heeft wel goed gelezen of geluisterd, maar snapt niet goed wat ik heb gezegd; of
  - Heeft wel goed gelezen of geluisterd en snapt heel goed wat ik heb gezegd, maar verspreidt doelbewust leugens.
- Deze presentatie is voor iedereen die wél wil weten hoe het zit.

Voordat we beginnen

- Dit is een ‘positieve analyse’: ik doe alleen uitspraken over wat ‘is’ niet wat ‘zou moeten’
  - Ik zeg niet hoeveel belasting mensen moeten betalen (dat is aan de politiek).
  - Deze analyse geldt voor alle belastingtarieven, inclusief de 36% van het kabinet.
- Afhankelijk van politieke kleur schat ik in dat belastingen op kapitaalinkomen ergens tussen de 25 (meer rechtse voorkeuren) en 35 procent (meer linkse voorkeuren) moeten liggen.
  - Lees dit artikel als je daar meer over wilt weten.
- Ik doe hier ook geen uitspraken of je vermogenswinst of -aanwas moet belasten.
  - Lees dit artikel als je wilt weten waarom ik denk dat een vermogensaanwasbelasting beter is.
- In dit stuk staat een positieve vraag centraal: leidt het rente-op-rente-effect bij een vermogenswinstbelasting tot meer vermogensopbouw (en mogelijk meer belastingopbrengsten) dan bij een vermogensaanwasbelasting?

Zelf rekenen in Excel of Matlab

Ik heb alle cijfers en figuren in deze presentatie in Excel en Matlab gezet voor iedereen die de sommen en figuren wil repliceren of controleren. Of de materialen zou willen gebruiken, bijvoorbeeld om in de klas/collegezaal te gebruiken of om te delen met collega's. Ook is het LaTeX-bestand van deze presentatie te downloaden.

- Alle berekeningen en figuren staan in deze Excel-sheet.
- Alle berekeningen en figuren staan ook in deze Matlab-file.
- LaTeX-file van deze presentatie.

De vraag

De overheid kan de vermogenswinsten van een belegger op twee manieren belasten:

- **Vermogensaanwasbelasting:** jaarlijks, ook als winsten nog niet zijn gerealiseerd;
- **Vermogenswinstbelasting:** pas bij verkoop.

Het onbewezen argument: *“Een vermogenswinstbelasting is gunstiger, want het leidt via rente-op-rente-effecten tot meer vermogensopbouw en daarmee ook tot hogere belastingopbrengst.”*

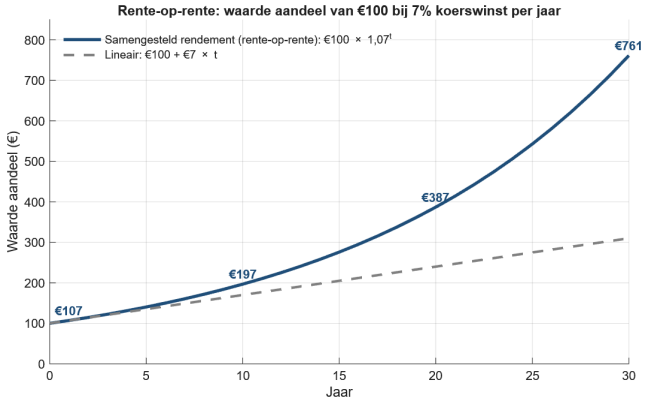
Vraag

Klopt dat argument? En, zo nee, waar zit de denkfout?

Begin eenvoudig: een aandeel zonder dividend

- Je koopt een aandeel voor **€100**.
- Elk jaar wordt het **7%** meer waard. Geen dividend.
- Vraag: hoeveel is dat aandeel waard na 1, 10, 30 jaar?
  - Na 1 jaar €100 $\times$ 1,07 $=$ **€107**
  - Na 2 jaar €107 $\times$ 1,07 $=$ **€114,49** *(niet €114!)*
  - Na 10 jaar €100 $\times$ $1{,}07^{10}$ $=$ **€196,72**
  - Na 30 jaar €100 $\times$ $1{,}07^{30}$ $=$ **€761,23**

De magie van samengesteld rendement



Bij *lineaire* groei zou het aandeel na 30 jaar €310 zijn. Door rente-op-rente: €761. De extra €451 komt doordat ook het rendement van vorige jaren mee blijft groeien.

Nu realistischer: dividend én koerswinst

In de rest van deze presentatie wordt een aandeel bestudeerd met dividend en koerswinst:

- Beginvermogen **€100**.
- **2%** dividendrendement (d) per jaar.
- **7%** koerswinst (g) per jaar.
- Totaal rendement $r = d + g = 9\%$ per jaar.
- Rendementen ontleend aan de MSCI-World Index.
- Statutair belastingtarief **36%**.
- Houdtermijn **30 jaar**.
- Dividenden worden netto (na belasting) herbelegd in zelfde aandeel.
- **Geen gedragseffecten!**

Twee belastingstelsels

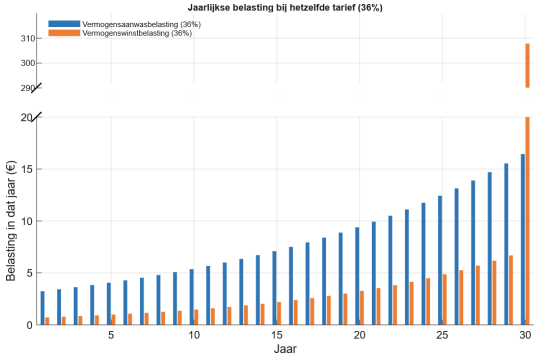
Vermogensaanwasbelasting

Elk jaar belasting over de *hele* waardestijging — ook als je nog niet hebt verkocht.
Belastbaar = dividend + koerswinst.

Vermogenswinstbelasting

Dividend wordt *wel* jaarlijks belast (je hebt het ontvangen).
Koerswinst pas belast op het moment dat je **verkoopt** (realisatie).

Belasting per jaar bij een statutair tarief van 36%



- Onder **aanwas**: elk jaar een bedrag, oplopend met het vermogen.
- Onder **winst**: initieel weinig (alleen op dividend), dan één grote eindafrekening bij verkoop.
- *In Excel-sheet:* kolommen `D` (aanwas) en `M` (winst).

Leidt een vermogenswinstbelasting tot meer vermogensopbouw?

- Op het eerste gezicht wel: een belegger betaalt 29 jaar lang weinig belasting.
- De waarde van de uitgespaarde belasting groeit **mee** tegen 9%.
- Pas in jaar 30 komt de grote eindafrekening.
- Door rente-op-rente groeit het uitgestelde belastingbedrag, dus een vermogenswinstbelasting leidt uiteindelijk tot meer vermogensopbouw.

Maar...

Hier worden appels en peren vergeleken, om twee redenen.
1. Een euro overheidsopbrengst nu is meer waard dan over 30 jaar, ook door rente-op-rente!
2. Een vermogenswinstbelasting geeft bij hetzelfde statutaire tarief minder belastingopbrengst. Komt de grotere vermogensopbouw dan door ‘rente-op-rente’ of omdat gewoon minder belasting wordt betaald?

Een euro nu is meer waard dan een euro later

- Stel: ik mag jou **€100 nu** geven, of **€100 over 30 jaar**. Wat kies je? **Nu**.
- Je kunt het beleggen tegen 9% en dan is het over 30 jaar meer waard:

$$100 \times 1{,}09^{30} = 1\,327.$$

- Omgekeerd is een bedrag van €100 over 30 jaar nu maar een fractie daarvan:

$$\frac{100}{1{,}09^{30}} = 7{,}54.$$

- Voor het bepalen van de waarde van bedragen door de tijd berekenen we daarom de **contante waarde**.
- Alle toekomstige bedragen worden dan omgerekend naar euros van nu.
- De contante waarde van €100 over 30 jaar bij een rente van 9% is €7,54.

Wat betekent dit voor de vergelijking tussen een vermogensaanwas- en -winstbelasting?

- Bij een vermogenswinstbelasting komen de belastingopbrengsten veel later binnen dan bij een vermogensaanwasbelasting.
- Voor een zuivere vergelijking moeten daarom alle belastingopbrengsten contant worden gemaakt en teruggerekend naar euros vandaag.
- Anders vergelijk je *euro's van vandaag* met *euro's over 30 jaar* en dat is appels met peren vergelijken.
- *In de Excel-sheet zie je dit terug in de kolommen `F` en `N`: contante waarde van de belasting per jaar.*

Niet disconteren leidt tot geldmachines

- Stel: de overheid rekent met **0%** discontovoet (zoals VNO-NCW hebben gedaan).
- Dan denkt de overheid: “€1 belasting over 30 jaar = €1 nu.” Maar de belegger weet wel beter: **€1 belasting over 30 jaar = €0,075 nu.**
- Daar zit een **gat van €0,93 per euro**. Dat is een blunder van een rekenfout:
  - Uitstel is voor de belegger heel veel waard.
  - Voor de overheid lijkt het niets te kosten.
  - Het lijkt nu alsof er een enorme berg geld op straat ligt.
  - Maar dat is niet zo, want gratis lunches bestaan niet.

Welke discontovoet voor de overheid?

- Tegen welk percentage moet de overheid de belastingopbrengsten contant maken? (Dit wordt de ‘discontovoet’ genoemd.)
- Antwoord: **hetzelfde rendement als van het aandeel zelf** — in dit voorbeeld 9%.
- Waarom? **De overheid kan niet beter beleggen dan de markt!**
- Het beleggingsrendement op aandelen is hoger dan de rente op staatsleningen omdat beleggers risico dragen.
- De beloning voor het dragen van risico is de **risicopremie**: het verschil tussen het risicovrije en het risicodragende rendement.
- In efficiënte financiële markten is de private waarde van het beleggingsrisico gelijk aan de maatschappelijke waarde van dat risico.
- Dus als de overheid risico draagt, dan moet ze daarvoor dezelfde prijs vragen als private beleggers.

Disconteren met de staatsrente is fout - Geldmachines deel 1

- Waarom mag de overheid de opbrengsten **niet** met de risicovrije overheidsrente verdisconteren? Omdat er dan geldmachines ontstaan.
- Voorbeeld: De overheid kan de hele aandelenmarkt overnemen met het uitgeven van staatsschuld en zo alle belastingbetalers een gratis lunch geven.
- Immers: de overheid kan geld lenen tegen de staatsrente van 3% en dat risicovol beleggen tegen een veel hoger rendement van 9% waardoor de overheid massaal arbitrage kan plegen!
- Tel uit je winst! Toch?

Disconteren met de staatsrente is fout - Geldmachines deel 1

- Waarom mag de overheid de opbrengsten **niet** met de risicovrije overheidsrente verdisconteren? Omdat er dan geldmachines ontstaan.
- Voorbeeld: De overheid kan de hele aandelenmarkt overnemen met het uitgeven van staatsschuld en zo alle belastingbetalers een gratis lunch geven.
- Immers: de overheid kan geld lenen tegen de staatsrente van 3% en dat risicovol beleggen tegen een veel hoger rendement van 9% waardoor de overheid massaal arbitrage kan plegen!
- Tel uit je winst! Toch?
- Nou nee...., want:
  - Tegenover hogere rendementen staan hogere risico's.
  - Die risico's komen ook bij de belastingbetalers terecht.
  - De kosten daarvan – de risicopremie – moet je optellen bij de risicovrije rente.
- De *totale* kosten (risicovrije rente plus kosten risico) zijn gelijk aan het aandelenrendement. Dus: geen gratis lunch.
- Maar ook: het is **geen** overheidstaak om massaal te gaan beleggen op de kapitaalmarkten met geleend geld.

Disconteren met de staatsrente is fout - Geldmachines deel 2

- Waarom mag de overheid de opbrengsten **niet** met de risicovrije overheidsrente verdisconteren? Omdat er dan geldmachines ontstaan.
- Voorbeeld: De overheid kan massaal geld lenen tegen de staatsrente en dat geld uitlenen aan beleggers die daar vervolgens veel hogere beleggingsrendementen mee kunnen behalen dan de overheid.
- Deze financiële arbitrage is geweldig voor zowel beleggers als overheid! Ze kunnen beide delen in het rendementsverschil.
- Tel uit je winst! Toch?

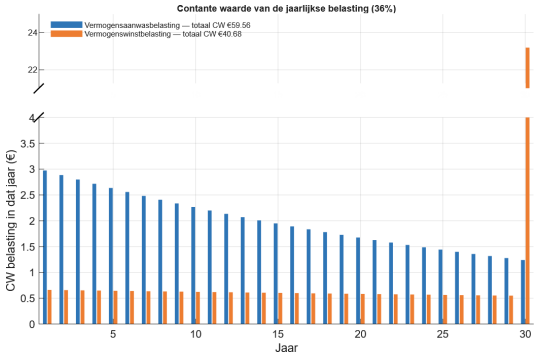
Disconteren met de staatsrente is fout - Geldmachines deel 2

- Waarom mag de overheid de opbrengsten **niet** met de risicovrije overheidsrente verdisconteren? Omdat er dan geldmachines ontstaan.
- Voorbeeld: De overheid kan massaal geld lenen tegen de staatsrente en dat geld uitlenen aan beleggers die daar vervolgens veel hogere beleggingsrendementen mee kunnen behalen dan de overheid.
- Deze financiële arbitrage is geweldig voor zowel beleggers als overheid! Ze kunnen beide delen in het rendementsverschil.
- Tel uit je winst! Toch?
- Nou nee...., want:
  - Tegenover hogere rendementen staan hogere risico's.
  - Die risico's komen ook bij de belastingbetalers terecht.
  - De kosten daarvan – de risicopremie – moet je optellen bij de risicovrije rente.
- De *totale* kosten (risicovrije rente plus kosten risico) zijn gelijk aan het aandelenrendement. Dus: geen gratis lunch.
- Maar ook: het is **geen** overheidstaak om beleggers massaal geld uit te lenen om daarmee te kunnen beleggen.

Dus moet de overheid de opbrengst uit risicovolle beleggingen disconteren met het rendement op die beleggingen

- De waarde van het risico in de kasstromen van de overheid (belastingopbrengsten op aandelen) moet correct worden gewaardeerd met een ‘risicogewogen’ discontovoet.
- In de sommen is dat het 9% gemiddelde aandelenrendement.

De contante waarde van een vermogenswinstbelasting is *lager* dan bij een vermogensaanwasbelasting



Bij hetzelfde statutaire tarief van 36% brengt de **aanwasbelasting €59,56** op (CW), maar de **winstbelasting maar €40,68**. Verschil: **€18,88** (per €100 beginvermogen).

Verwijzing Excel-sheet: cellen `F47` en `N47` (na `B11` op 36% te zetten).

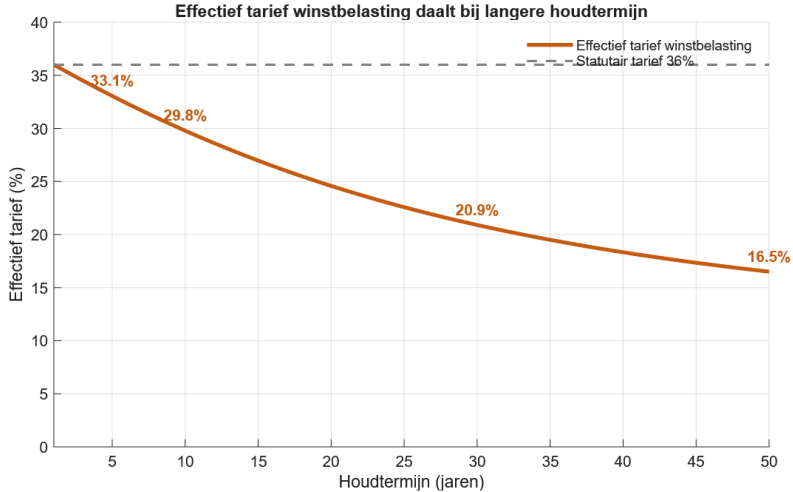
Het effectieve tarief van een vermogenswinstbelasting

- Bij een gelijk *statutair tarief* van 36%, betaalt een belegger onder een vermogenswinstbelasting een *lager effectief tarief*.
- Het **effectieve tarief** is de contante waarde van de betaalde belasting gedeeld door de contante waarde van de vermogensinkomsten.
  - Het effectieve tarief bij een vermogensaanwasbelasting is gelijk aan het statutaire tarief.
  - Het effectieve tarief van een vermogenswinstbelasting is daarom gelijk aan het tarief van de vermogensaanwasbelasting met dezelfde belastingopbrengst in contante waarde.
- Voor een aandeel met $d = 2\%$, $g = 7\%$ en $T = 30$ jaar:

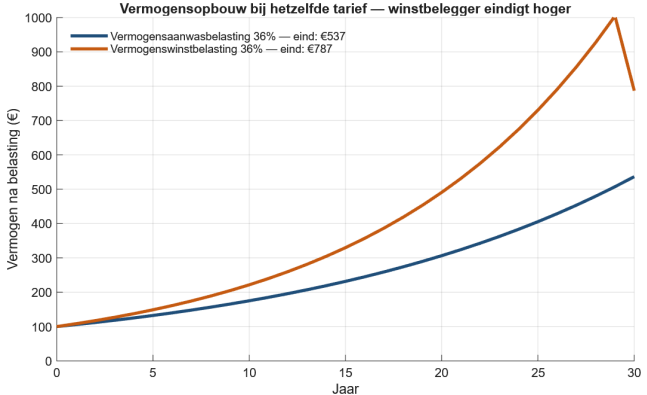
Statutair tarief vwb	**36,00%**
Effectief tarief (= equivalent tarief vab)	**20,90%**

- Een belegger onder een vermogenswinstbelasting betaalt effectief *bijna de helft* van het statutaire tarief, het tarief op papier.

Effectief tarief daalt als aandelen langer worden aangehouden



Bij hetzelfde statutaire tarief: meer vermogensopbouw bij een vermogenswinstbelasting!



Bij gelijk statutair tarief: belegger eindigt **met €787 bij een vwb**, en **met €537 bij een vab**. Verschil: **€250** (per €100 beginvermogen) na 30 jaar.

Hebben de mensen die een vermogenswinstbelasting bepleiten niet gelijk?

- Bewijst de vorige slide niet de stelling dat een vermogenswinstbelasting leidt tot meer vermogensopbouw dan een vermogensaanwasbelasting?
- Dit is wat iedereen met zijn online berekeningen toch al maanden heeft laten zien?
- Bewijst dit niet gewoon dat al die mensen gelijk hebben dat Jacobs een volslagen idioot is?

Hebben de mensen die een vermogenswinstbelasting bepleiten niet gelijk?

- Bewijst de vorige slide niet de stelling dat een vermogenswinstbelasting leidt tot meer vermogensopbouw dan een vermogensaanwasbelasting?
- Dit is wat iedereen met zijn online berekeningen toch al maanden heeft laten zien?
- Bewijst dit niet gewoon dat al die mensen gelijk hebben dat Jacobs een volslagen idioot is?

- Eh, ... nee.

De hogere vermogensopbouw komt niet door rente-op-rente

Het lijkt alsof rente-op-rente de belegger onder een vermogenswinstbelasting rijker maakt. In werkelijkheid: hij betaalt gewoon **minder belasting** (€40,68 in plaats van €59,56).

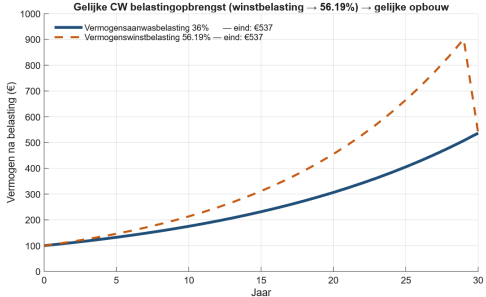
Hoe testen we dit?

Maak de *belastingopbrengst* gelijk. Dan kun je zien of er nog een "rente-op-rente-voordeel" overblijft.

Twee manieren om dat te doen:

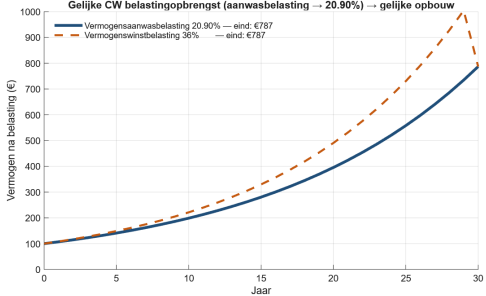
1. Verhoog het tarief van de **vermogenswinstbelasting**.
2. Verlaag het tarief van de **vermogensaanwasbelasting**.

Test 1: bij vwb-tarief van 56,19% zijn de belastingopbrengst en vermogensopbouw gelijk aan die onder een vab-tarief van 36%



- Bij de vwb van 56,19% en een vab van 36% is de contante waarde van de belastingopbrengst onder beide stelsels gelijk: **€59,56**.
- Het eindvermogen is *ook* gelijk: **€536,59**!
- *Verwijzing Excel-sheet:* cel `B11` (Solver-oplossing).

Test 2: bij vab-tarief van 20,9% zijn de opbrengst en vermogensopbouw gelijk aan die onder een vwb-tarief van 36%



- Bij de vwb van 36%, en vab van 20,9% is de contante waarde van de belastingopbrengst onder beide stelsels gelijk: **€40,68**
- Het eindvermogen is *ook* gelijk: **€787**!
- Merk op: 20,9% is precies het *effectieve* tarief van de vermogenswinstbelasting uit de vorige tabel.
- *Verwijzing Excel-sheet:* cel `B11` (Solver-oplossing).

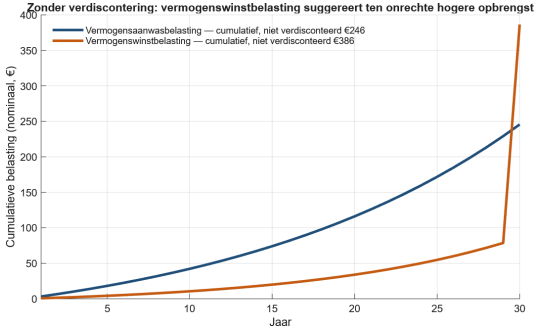
Conclusie

Wat klopt er niet aan het rente-op-rente-argument?

De hogere vermogensopbouw bij een vermogenswinstbelasting komt uitsluitend en alleen doordat beleggers ***minder belasting*** betalen, omdat ze ***onbelast*** rendement maken op dat deel van de vermogensgroei dat bij een vermogensaanwasbelasting zou zijn wegbelast. Maar een vermogenswinstbelasting levert exact dezelfde vermogensopbouw op als exact evenveel belasting zou worden betaald als bij een vermogensaanwasbelasting.

- Wie concludeert: “een vwb is gunstiger voor de vermogensopbouw dan een vab door rente-op-rente-effecten” vergelijkt appels en peren, omdat i) de belastingopbrengsten niet constant worden gehouden of ii) een verkeerde discontovoet voor de overheid wordt gebruikt.
- De keuze tussen vab en vwb gaat over *andere* dingen: liquiditeit, waardering, uitvoering, lock-in — niet over ‘rente-op-rente-effecten’.

Veel online berekeningen maken twee fouten

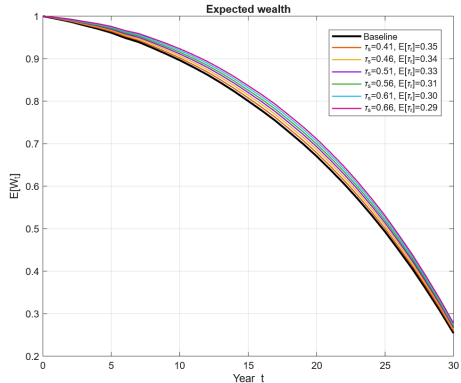


- **Fout 1**: vergelijken vab en vwb bij ongelijke belastingopbrengst — het verschil in vermogensopbouw is exact gelijk aan het verschil in belasting.
- **Fout 2**: een te lage (soms 0%) disconteringsvoet voor de overheid. Zonder verdiscontering lijkt de vermogenswinstbelasting ten onrechte zelfs *méér* op te brengen.

Let op: gedrag is niet constant

- Alle berekeningen in deze slides nemen het beleggingsgedrag voor gegeven aan, maar dat gedrag is anders onder een vab en een vwb.
- In Jacobs (2026) analyseer ik een standaard dynamisch stochastisch finance model om te analyseren hoe het spaar- en beleggingsgedrag verandert.
- Door het lagere effectieve tarief op aandelen en onroerend goed gaan beleggers daar meer in beleggen.
  - De vermogensopbouw neemt toe.
- Dit kan ook het consumptieprofiel veranderen: meer consumptie over het hele leven en een verschuiving van de consumptie naar de toekomst.
  - Onduidelijk effect op de vermogensopbouw.
- De belastingtarieven worden onzekerder bij een vwb.
  - Vermogensopbouw neemt af (afhankelijk van risicoaversie).

Het kwantitatieve effect op de vermogensopbouw is verwaarloosbaar



De figuur toont gesimuleerde vermogenspaden van een belegger die zijn vermogensopbouw en beleggingsportefeuille optimaliseert om zijn nut van consumptie en nalatenschap zo hoog mogelijk te maken. τ_S is het effectieve belastingtarief op risicovrije besparingen en obligaties $E[\tau_r]$ is het verwachte tarief op risicodragende beleggingen als aandelen en vastgoed. Door het uitsteleffect is het effectieve tarief op risicodragende beleggingen lager dan op risicovrije beleggingen. Bron: Jacobs (2026).

O ja, voor alle fans van Albert Einstein

Albert Einstein:

“The hardest thing in the world to understand is income taxes.”

Dit citaat is opgetekend uit de mond van zijn belastingadviseur, zie hier.

Zelf rekenen met de Excel-sheet

Alle berekeningen zijn zelf te maken in deze Excel-sheet:

- **Cellen B5–B11**: pas d, g, T, τ_a, τ_w zelf aan.
- **Kolommen D, M**: belasting per jaar onder beide stelsels.
- **Kolommen F, N**: contante waarde per jaar.
- **Cellen E5–E12**: samenvatting CW-opbrengst en eindvermogen.
- **Solver (B11 $\rightarrow$ E7 $=$ 0)**: vindt het vwb-tarief bij gelijke opbrengst als een vab.

Zet bv. τ_w op 36% om scenario A te reproduceren, of op 56,19% voor scenario B.