

Naar een heffing op werkelijk rendement



AART GERRITSEN
Universitair docent,
Erasmus Universiteit
Rotterdam

De huidige vermogensrendementsheffing belast een fictief rendement op vermogen en laat werkelijk rendement onbelast. Het belasten van werkelijk rendement bewerkstelligt echter een rechtvaardiger verdeling van middelen, een verbeterde allocatieve doelmatigheid en meer macro-economische stabiliteit dan het belasten van fictief rendement. Verdere welvaarts-winsten kunnen behaald worden door niet alleen het werkelijke rendement op het huidige vermogen in box 3 te belasten, maar ook het werkelijke rendement op het eigen huis en op pensioenen. Bovendien is het wenselijk om vermogensaanwas te belasten en bovennormaal rendement zwaarder te belasten dan normaal rendement.

IN HET KORT

- *Belast werkelijk rendement ter bevordering van rechtvaardigheid, doelmatigheid en macro-economische stabilisatie.*
- *De gedragseffecten van een heffing op werkelijk rendement zijn waarschijnlijk gunstiger dan die van de huidige box 3-belasting.*
- *Belast ook het werkelijke rendement op eigen huis en pensioenen.*



**FLORIS
ZOUTMAN**
Universitair
hoofddocent, NHH
Norwegian School for
Economics.

De auteurs danken Lans Bovenberg, Sijbren Cnossen, Bas Jacobs en Vinzenz Ziesemer voor hun uitgebreide commentaar op een eerdere versie. Ook worden Mohammed Mardan, Dirk Schindler, Guttorm Schjelderup en Maximilian Todtenhaupt voor nuttige discussies bedankt.

In de afgelopen jaren is er steeds meer bezorgdheid ontstaan over zowel de verdeling van vermogen als de verdeling van het inkomen uit vermogen. In het publieke debat is dit veelal tot uiting gekomen in protesten gericht tegen de zogenoemde één procent. Binnen de academische wereld hebben de publicaties van Piketty (2014), Piketty en Zucman (2014), en Saez en Zucman (2016) in belangrijke mate bijgedragen aan een hernieuwde belangstelling voor vermogen. Deze publicaties documenteren een spectaculaire toename in het belang en de concentratie van kapitaal binnen de hedendaagse economie, en dan met name in de Verenigde Staten. Het populaire onbehagen over extreme rijkdom en waargenomen trends in vermogensconcentratie benadrukken het belang van belastingen op kapitaal. Een belasting op kapitaal kan zorgen voor een rechtvaardigere verdeling van middelen, maar het verstoort mogelijk ook de spaar- en beleggingsbeslissingen van huishoudens. De beleidsuitdaging is dan ook om een belasting op kapitaal zo in te richten dat het herverdelingswinsten realiseert tegen zo min mogelijk verstoringen.

In Nederland wordt kapitaal op persoonlijk niveau belast middels de vermogensrendementsheffing. Opvallend genoeg is dit *niet* een heffing over het rendement op vermogen. In de woorden van de Belastingdienst zelf: “*Wij gaan ervan uit dat u een voordeel hebt uit uw grondslag sparen en beleggen. Over dit voordeel betaalt u 30 procent inkomstenbelasting*” (Belastingdienst, 2019; onze cursivering). Het rendement waar de Belastingdienst van uitgaat, hangt alleen af van het totale netto-vermogen en staat in geen enkele verhouding tot het werkelijk behaalde rendement.¹ Wel bezien is de Nederlandse vermogensrendementsheffing dan ook een heffing op vermogen en niet op vermogensrendement. Nederland is hierin uniek binnen de geïndustrialiseerde wereld. Geen enkel ander OESO-land belast een verondersteld rendement op vermogen en laat het werkelijke rendement onbelast (Harding, 2013; Harding en Marten, 2018). Een tweede reden waarom de vermogensrendementsheffing haar naam weinig eer aan doet, is omdat ze slechts van toepassing is op een fractie van het vermogen van de Nederland-

se huishoudens. De twee vermogensbestanddelen die verreweg het grootste gedeelte van het private vermogen beslaan – pensioenen en het eigen huis – vallen niet onder de vermogensrendementsheffing.

De huidige belasting op vermogen stamt uit 2001. Wanneer we de stukken teruglezen die hier twintig jaar geleden over zijn geschreven, vallen ons twee dingen op. Ten eerste dat er toentertijd geen enkele econoom was die het een goed idee leek om *niét* het werkelijke rendement op vermogen te belasten – zie bijvoorbeeld de bundel van Cnossen et al. (1999). Ten tweede dat de destijds voorgedragen alternatieven ook nu nog bijzonder relevant zijn – zie bijvoorbeeld Cnossen en Bovenberg (2001). Kort samengevat lijken de meeste economen ervan overtuigd dat de Nederlandse overheid er goed aan zou doen om ten eerste werkelijk rendement op vermogen te belasten, ten tweede hierbij een zo breed mogelijke definitie van vermogen te hanteren, en ten derde ook waardeinstijgingen van activa als rendement te zien en dus te belasten. Twintig jaar na dato lijkt de huidige regering voorzichtig tot inkeer te komen op het eerstgenoemde punt. In het regeerakkoord is aangegeven dat “een stelsel van vermogensrendementsheffing op basis van werkelijk rendement [zal] worden uitgewerkt” (VVD et al., 2017, p. 35).

Wat zegt de empirische literatuur over de redenen voor een belasting op werkelijk rendement? En wat zegt ze over de mogelijke gedragseffecten van een dergelijke belasting? Wij bespreken verder ook een aantal praktische aspecten van een belasting op werkelijk rendement, zoals: hoe moet een dergelijke belasting omgaan met waardeinstijgingen van vermogen? In welke mate moet het belastingtarief worden gedifferentieerd? En hoe om te gaan met onroerende goederen en pensioenen? Op veel van deze praktische punten sluiten wij ons aan bij eerdere beleidsvoorstellen, zoals die van Cnossen en Bovenberg (2001) en van Jacobs (2017). Ook het Ministerie van Financiën (2017) heeft een keuzedocument gepubliceerd, waarin het een aantal opties presenteert ter hervorming van de vermogensrendementsheffing. In tegenstelling tot deze opties benadrukken wij het belang van een belasting op de werkelijke waardeinstijgingen van onroerende goederen en pensioenen.

REDENEN VOOR EEN BELASTING OP WERKELIJK RENDEMENT

In zijn klassieke werk over openbare financiën maakt Musgrave (1959) onderscheid tussen drie economische overheidsfuncties, namelijk het bevorderen van een rechtvaardige verdeling van middelen, allocatieve doelmatigheid en macro-economische stabilisatie.

Een belasting op werkelijk rendement is wenselijk op basis van elk van deze functies. Het bevordert rechtvaardigheid door van huishoudens die goed zijn in het beheer van hun vermogen te herverdelen naar huishoudens die hier slecht in zijn. Het bevordert doelmatigheid door de overheid te laten delen in het risico dat huishoudens lopen. En het helpt macro-economische stabilisatie omdat werkelijk rendement, en dus een belasting daarop, sterk procyclisch zijn.

Rechtvaardigheid: herverdeling van mensen met hoog naar mensen met laag rendement

Lange tijd is er binnen de economische literatuur nauwelijks onderscheid gemaakt tussen belastingen op het rendement op vermogen en belastingen op vermogen zelf (of op een verondersteld rendement). De reden hiervoor is dat economen veelal aannemen dat alle huishoudens kosteloos toegang hebben tot alle verhandelbare financiële instrumenten, dat ze perfect rationele investeringsbeslissingen nemen en dat ze gelijke risicopreferenties hebben. Onder deze aannamen zullen alle huishoudens hun besparingen perfect spreiden over de verhandelbare marktportefeuille, waardoor ze identieke rendementen behalen en niemand onnodig veel risico loopt. In dat geval heeft een belasting op vermogen precies dezelfde herverdelende effecten als een belasting op het rendement op vermogen. Recent onderzoek laat echter zien wat voor niet-economen wellicht triviaal lijkt: er zijn financiële fricties en niet iedereen is even goed in het investeren van hun vermogen. Dit leidt ertoe dat huishoudens systematisch verschillen in de rendementen die ze behalen.

Een groeiende literatuur laat zien dat mensen in sterke mate verschillen in hun financiële geletterdheid. Zowel uit enquêtes als uit experimenten blijkt dat veel mensen relatief eenvoudige financiële concepten niet begrijpen (Hastings et

al., 2013; Lusardi en Mitchell, 2014; Gerritsen, 2017). Zo vinden Van Rooij et al. (2011) bijvoorbeeld dat veel Nederlanders niet goed begrijpen dat aandelen in een enkel bedrijf over het algemeen risicovoller zijn dan een gespreid aandelenfonds. Zij laten bovendien zien dat Nederlanders met hogere financiële geletterdheid meer beleggen in aandelen en daardoor hogere rendementen halen. Ook zijn mensen met een hogere financiële geletterdheid beter in staat om uit een lijst met anderzijds identieke beleggingsfondsen het fonds met de laagste kosten te kiezen (Choi et al., 2010). Mensen met lagere financiële geletterdheid zullen bovendien eerder geneigd zijn om woekerleningen af te sluiten of zich te laten adviseren door malafide financiële adviseurs (Lusardi en Tufano, 2015; Egan et al., 2019). Lusardi et al. (2017) schatten dat dertig tot veertig procent van de Amerikaanse vermogensongelijkheid is toe te schrijven aan ongelijkheid in rendementen door verschillen in financiële geletterdheid.

Het meest uitvoerige empirische bewijs van hoe belangrijk ongelijke rendementen daadwerkelijk zijn, komt uit Noorwegen. Fagereng et al. (2019) bestuderen een administratieve dataset van alle Noorse belastingplichtigen tussen 2005 en 2015, met informatie over geïnvesteerd vermogen en inkomen uit vermogen voor een breed scala aan vermogensklassen. Hieruit komt naar voren dat er enorme verschillen zijn in rendementen. Zij vinden een standaarddeviatie van het rendement op vermogen van maar liefst 8,6 procentpunt. Het verschil in rendement tussen het 10e en het 90e vermogenspercentiel bedraagt een volle achttien procentpunt. Zelfs het rendement op risicoloze vermogensbestanddelen verschilt sterk tussen huishoudens. Het opvallendste is wellicht dat deze rendementsverschillen bijzonder persistent zijn, zowel voor gegeven individuen als over de generaties heen. Het lijken dus altijd dezelfde personen en gezinnen te zijn die een bovengemiddeld of juist een ondergemiddeld rendement behalen.

De beleidsimplicaties van deze empirische bevindingen zijn duidelijk. Hoewel een belasting op vermogen herverdeelt van vermogenden naar minderbedeelden, doet zij verder niets om de ongelijkheid in vermogensinkomen tegen te gaan. Onder het huidige belastingstelsel betalen Neder-

landse huishoudens met hetzelfde vermogen precies dezelfde belasting – zelfs als zij sterk verschillen in het rendement dat ze uit hun vermogen weten te halen. Vanuit vrijwel ieder rechtvaardigheidsbeginsel is dit oneerlijk. Een overheid die eerlijk de lasten wil verdelen, moet een grotere belastingdruk toekennen aan mensen met een hoger rendement op besparingen. Dit kan alleen als het werkelijke rendement op besparingen wordt belast. Zie ook Gerritsen et al. (2019) voor een formeel bewijs dat de overheid werkelijk rendement op vermogen dient te belasten als huishoudens verschillen in hun rendement.

Doelmatigheid: herverdeling van gelukhebbers naar pechhebbers

Een belasting op werkelijk rendement is niet alleen rechtvaardiger, maar ook doelmatiger dan een belasting op verondersteld rendement. Rationele huishoudens met onbeperkte toegang tot perfect werkende financiële markten zullen hun beleggingsportefeuille diversifiëren, zodat ze geen enkel idiosyncratisch risico lopen. Voor veel huishoudens geldt echter dat hun vermogen imperfect is gediversifieerd. De onderliggende reden hiervoor is waarschijnlijk een combinatie van beperkte financiële geletterdheid en fricties in financiële markten. Von Gaudecker (2010) laat zien dat Nederlandse huishoudens die laag scoren op financiële geletterdheid ook minder goed diversifiëren. En financiële fricties zorgen ervoor dat perfecte diversificatie vaak simpelweg niet mogelijk is. Zo zijn er bijvoorbeeld onvoldoende financiële instrumenten om het risico op de waarde van het eigen huis weg te diversifiëren (Giacoletti, 2017). Het gevolg is dat het vermogen van huishoudens onderhevig is aan idiosyncratisch risico (zie bijvoorbeeld ook Benartzi en Thaler, 2001; Choi et al., 2005; Goetzmann en Kumar, 2008). Dit impliceert dat huishoudens in principe voor hetzelfde verwachte rendement een lager risico kunnen lopen, of voor hetzelfde risico een hoger verwacht rendement kunnen halen.

De meest uitvoerige empirische studie naar de mate waarop vermogen ondergediversifieerd is, komt wederom uit Scandinavië. Calvet et al. (2007) bestuderen de financiële portefeuilles van alle Zweedse huishoudens tussen 1999 en

2002, om te bepalen in welke mate vermogen onderhevig is aan idiosyncratisch risico. Zij vinden dat huishoudens voor hetzelfde risico gemiddeld een hoger rendement van 0,66 procentpunt kunnen halen door hun portefeuille beter te diversifiëren. Dit getal wordt ook wel de *return loss* genoemd en varieert sterk over huishoudens. Het 25e percentiel heeft een return loss van slechts 0,09 procentpunt, maar het 95e percentiel heeft een return loss van maar liefst 2,65 procentpunt. Von Gaudecker (2015) berekent ditzelfde voor Nederland op basis van de DNB Household Survey over de jaren 2005–2006. Hoewel deze data een stuk minder uitge-

Een belasting op werkelijk rendement is wenselijk op basis van drie economische overheidsfuncties, namelijk het bevorderen van een rechtvaardige verdeling van middelen, allocatieve doelmatigheid en macro-economische stabilisatie

breid zijn dan de Zweedse data, vindt Von Gaudecker zeer vergelijkbare resultaten. De return loss ligt voor Nederlandse huishoudens tussen de 0,04 procentpunt voor het 25e percentiel, en 1,80 procentpunt voor het 95e percentiel. Terwijl deze percentages op zichzelf al significant zijn – zeker in vergelijking met de huidige marktrente – zijn de werkelijke kosten van idiosyncratisch risico waarschijnlijk nog vele malen hoger. Bovenstaande studies houden namelijk geen rekening met onroerende goederen, wat een vertekend beeld geeft van het vermogensrisico dat huishoudens lopen. Onroerend goed vormt immers een van de grootste componenten van het vermogen van Nederlandse huishoudens (Parlevliet en Kooiman, 2015; CPB, 2018), en de waarde van onroerend goed is in sterke mate onderhevig aan idiosyncratisch risico (Case en Shiller, 1989; Giacoletti, 2017).

Ontwerp voor een beter belastingstelsel

Als huishoudens zelf hun vermogen niet volledig (kunnen) diversifiëren, kan een belasting op werkelijk rendement uitkomst bieden. Als de overheid werkelijk rendement belast, zal een huishouden meer belasting betalen wanneer het geluk heeft, en minder wanneer het pech heeft. Effectief dekt de Belastingdienst hiermee een deel van het idiosyncratische risico af. Dit is een vorm van sociale verzekering die in beginsel wenselijk is voor iedere belastingbetaler, ongeacht de herverdelende voorkeuren van de overheid (Varian, 1980; Spiritus en Boadway, 2017). Dit maakt een belasting op werkelijk rendement ook wenselijk vanuit het oogpunt van doelmatigheid.

Macro-economische stabilisatie versus stabiele belastingopbrengsten

Het rendement op vermogen is een stuk gevoeliger voor de conjunctuur dan het vermogen zelf. Het gevolg hiervan is dat de belastingopbrengsten van de huidige vermogensrendementsheffing stabielere zullen zijn dan die van een belasting op werkelijk rendement. Dit wordt veelal aangedragen als een argument *tegen* het belasten van werkelijk rendement (zie bijvoorbeeld Van Goor, 2017; Ministerie van Financiën, 2017).

Het feit dat rendement op vermogen sterk meebeweegt met de conjunctuur maakt dat een belasting op werkelijk rendement anticyclisch werkt

Dit druist echter in tegen alle macro-economische logica. Het feit dat rendement op vermogen sterk meebeweegt met de conjunctuur maakt dat een belasting op werkelijk rendement anticyclisch werkt. Hierdoor absorbeert de overheid een deel van de macro-economische schokken die anders door huishoudens gedragen moeten worden. Dit helpt de economie te stabiliseren, wat een extra bijkomstigheid is van een belasting op werkelijk rendement (Jacobs, 2015; 2017).

Meer in het algemeen is een belasting op werkelijk rendement wenselijk om doelmatigheidsredenen, zelfs als huishoudens perfect diversifiëren, en hun vermogensrendement dus alleen onderhevig is aan systematisch risico. Dit geldt omdat de relatieve baten van de belastingopbrengst hoger zijn ten tijde van hoogconjunctuur (Christiansen, 1993; Schindler, 2008; Spiritus en Boadway, 2017).

Een doelmatigheidsargument tegen een heffing op werkelijk rendement?

Voor zover ons bekend, is er slechts een enkele studie die pleit voor een belasting op vermogen in plaats van een belasting op het rendement op vermogen. Deze recente studie van de hand van Guvenen et al. (2019) gaat ervan uit dat huishoudens verschillen in het rendement dat ze op de marge behalen op hun vermogen, omdat ze beperkt zijn in de mate waarop ze extra middelen kunnen lenen. In dit geval kan de overheid een doelmatigheidswinst behalen door middelen te herverdelen, van huishoudens met een laag rendement op vermogen naar huishoudens met een hoog rendement op vermogen – opdat deze middelen tegen een zo hoog mogelijk rendement worden belegd. Guvenen et al. laten zien dat een dergelijke herverdeling kan worden gerealiseerd met een *subsidie*, in plaats van een belasting op werkelijk rendement.

Deze bevinding staat op gespannen voet met het eerdergenoemde rechtvaardigheidsargument voor een belasting op werkelijk rendement. Uiteindelijk komt deze kwestie dan ook neer op de politieke vraag of men liever herverdeelt van mensen met een hoog rendement naar mensen met een laag rendement of juist andersom. Voor ons ligt het meer voor de hand dat een overheid die om het draagkrachtbeginsel geeft, graag herverdeelt van huishoudens met hoge rendementen naar huishoudens met lage rendementen. In dat geval laten Gerritsen et al. (2019) – in tegenstelling tot Guvenen et al. – zien dat een belasting op werkelijk rendement wel degelijk gewenst is.

GEDRAGSEFFECTEN VAN EEN BELASTING OP WERKELIJK RENDEMENT

Een belasting op werkelijk rendement beïnvloedt economische keuzes. De economische literatuur heeft zich van

oudsher gericht op de effecten van een vermogensrendementsheffing op besparingen en risiconeming. Recente studies schatten ook de effecten op innovatie. In deze paragraaf bespreken we de te verwachten gedragseffecten van het vervangen van de huidige box 3-belasting met een heffing op werkelijk rendement. We bespreken ook hoe gewenste gedragseffecten zo veel mogelijk kunnen worden aangemoedigd (en ongewenste tegengegaan).

Gedragseffecten op sparen

Zowel een heffing op werkelijk rendement als de huidige box 3 belasting verlaagt het verwachte rendement op vermogen. In theorie heeft dit twee effecten op het spaargedrag van huishoudens. Ten eerste leidt een daling van het rendement tot een daling van toekomstige kapitaalinkomsten. Het gevolg van dit inkomenseffect is dat huishoudens meer zullen sparen. Ten tweede verhogen de belastingen de relatieve prijs van toekomstige consumptie vis-à-vis de prijs van huidige consumptie. Dit substitutie-effect verlaagt besparingen.

Empirische studies laten zien dat het substitutie-effect meestal groter is dan het inkomenseffect. Zo bestudeert Zoutman (2018) de Nederlandse belastinghervorming van 2001. Hij laat zien dat huishoudens die na de belastinghervorming een lagere (hogere) belastingdruk ervaren op hun vermogen, gemiddeld meer (minder) sparen dan vóór de hervorming.

Bij een overgang van de huidige belasting in box 3 naar een belasting op werkelijk rendement spelen deze effecten op besparingen alleen een rol wanneer de totale belastingdruk op vermogen verandert. Wij verwachten dan ook alleen macro-economische gedragseffecten op besparingen als de overheid ervoor kiest om de gemiddelde effectieve tarieven – en dus de totale belastingdruk – op vermogen te verhogen of te verlagen.

Gedragseffecten op risiconeming

Wanneer de huidige box 3-belasting wordt vervangen door een heffing op werkelijk rendement, beïnvloedt dit de beleggingsprikkel van huishoudens. Domar en Musgrave (1944) laten zien dat een belasting op werkelijk rendement zowel het verwachte rendement als het risico op beleggingen verlaagt.

De reden hiervoor is dat de absolute belastingbetalingen hoog zijn wanneer het rendement hoog is, en laag zijn wanneer het rendement laag is. In tegenstelling tot de huidige box 3 belasting werkt een heffing op werkelijk rendement dus als een verzekering op risico.

Rationele beleggers zullen op deze prikkel reageren door meer risico te nemen (Sandmo, 1969). Dit kunnen huishoudens bijvoorbeeld doen door te beleggen in meer risicovolle activa zoals aandelen of opties, maar ook door meer schulden aan te nemen en zo een hefboomeffect te creëren.

Dit effect van een belasting op werkelijk rendement op risicovolle beleggingen is wenselijk wanneer het risico op beleggingen idiosyncratisch is. De reden is dat extra risiconeming het gemiddelde rendement voor huishoudens, en daarmee de belastingopbrengsten voor de overheid, verhoogt. Tegelijkertijd blijft het macro-economische risico gelijk omdat idiosyncratisch risico op macro-economisch niveau wegvalt (Gordon, 1985).

Hoewel de economische theorie duidelijk voorspelt dat een belasting op rendement leidt tot meer risiconeming, is er slechts weinig empirisch onderzoek verricht naar dit verband. De empirische studies die er zijn, bevestigen grotendeels de theoretische voorspellingen. Zo laten Cullen en Gordon (2007) met Amerikaanse data zien dat risicovolle investeringen in de eigen onderneming stijgen als gevolg van een hogere belasting op rendement. Deze bevinding is consistent met het idee dat een heffing op werkelijk rendement risiconeming verhoogt.

Wel is het effect van een belasting op werkelijk rendement op risiconeming waarschijnlijk afhankelijk van de mogelijkheid om verliezen te verrekenen. Als verliezen niet verrekend kunnen worden, is de verzekeringswaarde van een belasting op rendement aanzienlijk kleiner. Langenmayr en Lester (2018) laten met internationale bedrijfsdata zien dat een hogere vennootschapsbelasting – een belasting op rendement op bedrijfsniveau – risiconeming alleen verhoogt als verliezen kunnen worden verrekend. Voor bedrijven die hun verliezen niet met de Belastingdienst kunnen verzekeren, vinden zij juist dat een hogere vennootschapsbelasting leidt tot minder risiconeming. Deze bevindingen suggereren dat

het belangrijk is om, bij een heffing op werkelijk rendement, ruime mogelijkheden voor verliesverrekening toe te staan.²

Tot slot beïnvloedt een belasting op werkelijk rendement beleggingskeuzes ook via een vermogenseffect, doordat de belasting de huidige waarde van toekomstige kapitaalinkomsten verlaagt. Dit kan leiden tot minder risiconeming als risicoaversie afneemt met vermogen (of meer als deze toeneemt) (Sandmo, 1985). Ditzelfde geldt echter ook voor de huidige vermogensrendementsheffing. Bij een hervorming van de vermogensrendementsheffing naar een heffing op werkelijk rendement speelt dit vermogenseffect op risiconeming dan ook alleen een rol indien de totale belastingdruk op vermogen aanzienlijk wordt verhoogd of verlaagd.

Gedragseffecten op innovatie

Nauw verwant aan het effect van een belasting op rendement op risiconeming is het effect op innovatie. Innovatie wordt algemeen gezien als een cruciale motor van economische groei (Romer, 1990; Aghion en Howitt, 1992). In een recente studie testen Akcigit et al. (2018) het empirische verband tussen innovatie en inkomstenbelastingen in de Verenigde Staten – waar inkomsten uit arbeid en kapitaal tegen hetzelfde tarief worden belast. Zij gebruiken variatie in het belastingtarief (1) over de tijd, (2) tussen de verschillende staten en (3) tussen uitvinders in dezelfde staat, maar in verschillende belastingsschijven. Hun analyse laat zien dat hogere belastingtarieven leiden tot een daling in innovatie, gemeten aan de hand van aangevraagde patenten. De reden hiervoor is dat een belasting op (kapitaal)inkomen de waarde van investeringen in innovatie vermindert.

Helaas beantwoorden Akcigit et al. (2018) niet de vraag of een heffing op werkelijk rendement innovatie meer of minder ontmoedigt dan de huidige vermogensrendementsheffing. In theorie leiden beide vormen van kapitaalbelasting tot lagere investeringen in innovatie. Maar voor zover deze investeringen idiosyncratisch risico dragen, verwachten we dat een belasting op werkelijk rendement innovatie juist minder ontmoedigt, en daardoor wenselijker is dan de huidige vermogensrendementsheffing – in lijn met het effect op risiconeming.

PRAKTISCHE OVERWEGINGEN BIJ HET ONTWERP VAN EEN HEFFING OP WERKELIJK VERMOGEN

Belast vermogensaanwas

Vóór 2001 werden reguliere rendementen – zoals uitbetalingen van rente en dividenden – belast, maar bleven de waardemutaties van bezittingen volledig onbelast. Zelfs bij verkoop van een bezitting bleef het verschil tussen verkoop- en aanschafprijzen onbelast. Dit maakte het gemakkelijk om de belasting te ontwijken door bijvoorbeeld te investeren in beleggingsfondsen, die geen reguliere rendementen uitbetaalden. Rendementen zouden in dat geval alleen worden geboekt op basis van niet-belaste vermogenswinst. Om dergelijk ontwijkingsgedrag te voorkomen, moeten waardemutaties ook als rendement worden belast. Een *vermogenswinstbelasting* doet dit op het moment van verkoop. Hierbij is het belangrijk dat de overheid niet simpelweg het verschil tussen de verkoop- en aanschafwaarde belast, aangezien er dan een prikkel ontstaat om de verkoop van bezittingen vanwege fiscale redenen uit te stellen: het zogenoemde *lock-in effect*. Dit probleem kan de overheid oplossen door rente te rekenen over de belasting die verschuldigd is over de waardemutaties van voorgaande jaren. Dit is formeel aangetoond door onder andere Auerbach (1991).

Een nadeel van een vermogenswinstbelasting is dat de informatie over tussentijdse waardemutaties en over de eventuele aftrekbare kosten langdurig moet worden bijgehouden, omdat deze pas bij verkoop van de bezittingen worden verrekend met de Belastingdienst. Om deze reden ligt het meer voor de hand om jaarlijks belasting te heffen over de waardemutatie die in het voorafgaande jaar heeft plaatsgevonden. Dit gebeurt middels een *vermogensaanwasbelasting*. Voor vermogensbestanddelen die vrij verhandeld worden, kan de overheid per jaar nauwkeurig de waardemutatie vaststellen en belasten. Het belangrijkste vermogensbestanddeel waarvoor de overheid de waardemutatie niet nauwkeurig kan vaststellen is het eigen huis.³ Evengoed maakt de overheid ook nu al gebruik van schattingen van de waarde van het eigen huis om het eigenwoningforfait te bepalen. Het ligt daarom in de

rede dat de overheid met een vermogensaanwasbelasting niet alleen de op WOZ-waarden gebaseerde geïmputeerde huur-opbrengst belast, maar ook de jaarlijkse mutaties in WOZ-waarden – zie ook hieronder.⁴

Differentiatie vermogensbestanddelen

Een tweede praktisch aspect van een heffing op werkelijk vermogen is de vraag of de overheid verschillende typen activa fiscaal verschillend moet behandelen. Differentiatie tussen verschillende activa leidt in het algemeen tot doelmatigheidsverliezen omdat de overheid hiermee de beleggingskeuzes van huishoudens verstoort. Daarnaast kan differentiatie ook zorgen voor onrechtvaardige situaties waarin huishoudens met gelijke rendementen, maar verschillende soorten activa, verschillend worden belast.

Het huidige belastingsysteem heeft in dit opzicht een aantal zwaktes. Ten eerste wordt het rendement op het eigen huis anders belast dan andere vermogensbestanddelen. Ten tweede zijn pensioenen vrijgesteld van de rendementsheffing. Ten derde worden sommige vermogensbestanddelen dubbel belast.

Fiscale behandeling van het eigen huis

Eigenwoningbezit wordt in Nederland veel lichter belast dan andere vermogensbestanddelen. Ten eerste ligt het eigenwoningforfait – de door de overheid geïmputeerde huur, welke deel uitmaakt van het rendement op het huis – ruim onder de marktconforme huur. Dit terwijl de hypotheekrente wel tegen de werkelijke waarde kan worden afgetrokken in box 1. Ten tweede worden prijsstijgingen van de eigen woning niet belast. De kosten van deze fiscale bevoordeling van het eigen huis worden door Jacobs (2019; in deze bundel) geschat op zo'n 12,9 miljard euro.

De belangrijkste economische rechtvaardiging voor lagere belastingen op de investeringen in het eigen huis is dat deze positieve externaliteiten met zich meebrengen. Van Ewijk et al. (2006) beargumenteren echter overtuigend dat ten eerste deze positieve externaliteiten waarschijnlijk erg klein zijn, en ten tweede het eigenhuisbezit ook gepaard gaat met negatieve externe effecten. Naar ons inzicht is er dan ook

geen reden om het eigen huis lichter te belasten dan andere vermogensbestanddelen. Bovendien zijn er, zoals we eerder hebben besproken, grote doelmatigheids- en herverdelingswinsten te boeken wanneer het werkelijke rendement op het eigen huis wordt belast. Herverdelingswinsten kunnen worden geboekt omdat huishoudens onderling sterk verschillen in de rendementen die ze op hun huis behalen. Het rendement op het eigen huis is zelfs vele malen ongelijker verdeeld dan het rendement op de financiële portefeuilles van huishoudens (Fagereng et al., 2019). Doelmatigheidswinsten schuilen in het feit dat het rendement op het eigen huis in grote mate onderhevig is aan zowel een idiosyncratisch als een systematisch risico (Giacoletti, 2017).

Ons voorstel voor het bepalen van het inkomen uit eigen huis is gebaseerd op de inzichten van Jordà et al. (2017). Dit is een van de eerste studies die het werkelijke rendement op investeringen in het eigen huis in kaart brengt. Zij berekenen het rendement op het eigen huis als de som van prijsstijgingen en marktconforme huur, minus onderhoudskosten, en vinden dat het gemiddelde rendement op het eigen huis in Nederland in de periode 1980–2015 6,41 procent bedroeg. Om het belastbare rendement op het eigen huis zo dicht mogelijk bij het werkelijke rendement aan te laten sluiten, kan de belastingbasis op een vergelijkbare manier worden bepaald. Het rendement op het eigen huis bestaat uit de som van een marktconform eigenwoningforfait en de prijsstijging van het huis. Prijsstijgingen kunnen worden bepaald aan de hand van de waardering in de onroerendezaakbelasting (ozb), en kunnen eventueel worden herzien bij verkoop. Onderhoudskosten en investeringen in het eigen huis en de betaalde hypotheekrente moeten aftrekbaar worden gesteld.

Fiscale behandeling van het pensioen

In Nederland wordt het pensioen vrijgesteld van de vermogensrendementsheffing. Bovendien zijn pensioenpremies aftrekbaar tegen een tarief dat gemiddeld gezien een stuk hoger ligt dan het tarief waartegen uitkeringen worden belast. Jacobs (2019; deze bundel) laat zien dat dit de Nederlandse staat jaarlijks zo'n 22,1 miljard euro kost. In de economische literatuur wordt er veel aandacht besteed aan

de beleggingseffecten die gepaard gaan met dit soort fiscale prikkels. Huishoudens zijn geneigd te weinig te sparen voor hun pensioen. De overheid kan daarom belastingprikkels gebruiken om pensioenopbouw te stimuleren. Zo laten Poterba en Samwick (2003) zien dat Amerikaanse huishoudens een groter percentage van hun beleggingen onderbrengen in pensioenrekeningen wanneer dit fiscaal aantrekkelijker is. Chetty et al. (2014) tonen echter met Deense data aan dat slechts een klein percentage van de huishoudens gevoelig is voor dit soort belastingprikkels, en dat andersoortige prikkels zoals *nudges* waarschijnlijk aanzienlijk effectiever kunnen zijn om pensioenaanbouw aan te moedigen.

Voor de Nederlandse pensioensubsidies spelen deze prikkels echter nauwelijks een rol. Het grootste gedeelte van de Nederlandse pensioenpremies wordt bepaald in overleg tussen werkgevers en vakbonden. De subsidies geven daarom voor de meeste werknemers niet of nauwelijks een prikkel om meer pensioen op te bouwen. De pensioensubsidies zorgen daarnaast voor herverdelingsverliezen, omdat huishoudens met het hoogste pensioenvermogen het meeste baat hebben bij fiscale vrijstelling van het pensioen. Ons voorstel is dan ook om het rendement op pensioenvermogen te belasten met een heffing op werkelijk rendement. De besparingen die dit oplevert kunnen bijvoorbeeld worden gebruikt om de belasting op arbeid te verlagen, zoals voorgesteld in Jacobs (2017).

Dubbele belastingen

In Nederland worden beleggingen in onroerend goed op dit moment dubbel belast. Ten eerste belast de centrale overheid onroerend goed in box 3, of in het geval van het eigen huis in box 1. Ten tweede belasten gemeentes onroerend goed via de ozb. Deze dubbele belasting verstoort de beleggingsbeslissing van huishoudens en maakt het zo minder aantrekkelijk om in onroerend goed te beleggen – zeker als het werkelijke rendement op het eigen huis in box 3 zou worden belast.

Het is mogelijk om deze verstoring op te heffen door de betaalde ozb aftrekbaar te maken van de door ons voorgestelde belasting op werkelijk rendement. Er zijn echter vanuit de economische theorie ook goede redenen om rende-

menten op onroerend goed zwaarder te belasten dan andere rendementen. Het rendement op onroerend goed reflecteert gedeeltelijk het profijt dat bewoners ontlenen aan lokale voorzieningen en publieke goederen. Daarnaast reflecteert het rendement op onroerend goed gedeeltelijk de economische overwinsten op land. Economische theorie schrijft voor dat deze overwinsten zwaarder moeten worden belast dan normale rendementen. In onze optiek hoeft de ozb dan ook niet aftrekbaar te worden gesteld.

Ook het bezit van aandelen wordt op dit moment dubbel belast, namelijk op persoonlijk niveau in box 3 en op bedrijfsniveau via de vennootschapsbelasting (vpb). Deze dubbele belasting kan ondernemers een prikkel geven om hun bedrijf te financieren met vreemd in plaats van eigen vermogen (Cnossen en Bovenberg, 2001). Jacobs (2017) betoogt dat deze *debt bias* de Nederlandse economie fragiel maakt voor macro-economische schokken.

Het verdient naar onze mening de voorkeur om deze verstoring te elimineren door een aanpassing te maken in de vpb. Dit kan door in de vpb eigen vermogen geheel of gedeeltelijk vrij te stellen van belasting door middel van een zogenoemde ACE (Allowance for Corporate Equity; een aftrekpost voor het normale rendement op eigen vermogen). Dit zorgt voor een gelijke fiscale behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen. Deze optie wordt uitgebreid besproken in de bijdrage van Hebous en Klemm (2019; deze bundel).

Een alternatief is om winsten uit aandelen, zoals koersstijgingen en dividenden, tegen een lager tarief te belasten dan andere rendementen. Het tarief hiervoor kan bijvoorbeeld gecorrigeerd worden voor het Nederlands vpb-tarief zodat de som van de Nederlandse vpb en de belasting op het rendement van aandelen gelijk is aan de belasting op het rendement van andere activa. Sørensen (2005) beschrijft hoe een dergelijk systeem is vormgegeven in Noorwegen.

Onderscheid tussen de normale rentevoet en overwinsten

Het rendement op vermogen kan worden onderverdeeld in het verwachte 'normale' rendement en de realisatie van risico of het 'bovennormale' rendement ofwel 'overwinst'. Investe-

ringsbeslissingen worden genomen op basis van het normale rendement. Als gevolg hiervan laat de economische literatuur zien dat belastingen op bovennormaal rendement geen effect hebben op investeringen. Het is daarom optimaal om het bovennormale rendement tegen een relatief hoog marginaal tarief te belasten. Het belasten van het normale rendement op kapitaal verstoort de investeringen wel, en deze moeten daarom tegen een lager tarief worden belast (Diamond en Mirrlees, 1971). Bovendien geeft een belasting op het risicovolle gedeelte van het rendement een herverdelingswinst tussen huishoudens met een hoog rendement en huishoudens met een laag rendement, terwijl een belasting op het risicovrije gedeelte van het rendement hierbij niet helpt (Spiritus en Boadway, 2017). Het is daarom vanuit economisch oogpunt wenselijk om de normale rentevoet lager te belasten dan overwinsten.⁵

Dit kan praktisch als volgt worden geïmplementeerd. De overheid kan de normale rentevoet, R_{norm} , bepalen aan de hand van de huidige rente op Nederlandse staatsobligaties. Het effectieve rendement, R , op het vermogen van huishoudens is het netto rendement gedeeld door het netto vermogen van het huishouden. In dat geval is de belasting die elk huishouden betaald gelijk aan:

$$T = (\tau_{\text{norm}} R_{\text{norm}} + \tau_{\text{overwinst}} (R - R_{\text{norm}}))V$$

waarbij τ_{norm} het belastingtarief is op het normale rendement en $\tau_{\text{overwinst}} > \tau_{\text{norm}}$ het tarief op overwinsten. Ten slotte is V het vermogen van het huishouden. Merk op dat de belastingen op overwinsten negatief kunnen zijn als een belastingbetaler een bijzonder slecht beleggingsjaar heeft. Deze verliezen kunnen worden verrekend met winsten in de daaropvolgende jaren.

In vergelijking met een normale belasting op werkelijk rendement vereist dit systeem dat de belastingdienst meer informatie verzamelt. Voor een belasting op werkelijk rendement hoeft de overheid alleen het kapitaallinkomen te bepalen. Differentiatie tussen de normale rentevoet en overwinsten vereist dat de overheid ook informatie verzamelt over het netto-vermogen van huishoudens. Naar ons idee kan dit

echter nauwelijks een praktisch bezwaar opleveren, omdat de Nederlandse belastingdienst op dit moment ook al het nettovermogen van huishoudens bepaalt voor de box 3 belasting. Daarnaast moet de overheid de normale rentevoet vaststellen. Deze kan bijvoorbeeld worden bepaald aan de hand van de langetermijnrente op Nederlandse staatsobligaties, zoals voorgesteld in Sørensen (2005). Wij menen dat de economische voordelen van een hoger belastingtarief op overwinsten opwegen tegen eventuele hogere administratieve kosten voor de belastingdienst.

CONCLUSIE

In deze bijdrage wordt beargumenteerd dat een heffing op het werkelijke rendement op vermogen wenselijk is op grond van rechtvaardigheid, doelmatigheid en macro-economische stabilisatie. Bovendien zijn de gedragseffecten op risiconeming en innovatie vermoedelijk gunstiger bij een heffing op werkelijk rendement. Het is van belang dat een heffing op werkelijk rendement wordt geheven over zowel regulier rendement als over waardemutaties, dat het eigen huis en het pensioen gelijk worden behandeld aan andere vermogensbestanddelen, dat er ruime mogelijkheden voor verliesverrekening bestaan, en dat – indien mogelijk – de bovennormale rendementen zwaarder worden belast dan het normale rendement op vermogen.

EINDNOTEN

1 Er is in de afgelopen jaren veel kritiek geweest op de vermogensrendementsheffing. Deze kritiek richtte zich met name op het feit dat het veronderstelde rendement van vier procent vele malen hoger was dan de marktrenten tijdens het afgelopen decennium. Als reactie hierop heeft de overheid besloten dat vanaf 2017 het vermeende rendement over de eerste pakweg 75.000 euro aan vermogen fors lager ligt dan het rendement over het vermogen boven de 75.000 euro. Hoewel het veronderstelde rendement voor mindervermogensdieren hiermee meer in lijn komt met de marktrente, blijft het een feit dat de belasting puur en alleen afhangt van vermogen en niet van het behaalde rendement daarop.

2 Er is mogelijk ook een reden om verliesverrekening gedeeltelijk te beperken. Onder een vermogenswinstbelasting kunnen er excessieve prikkels ontstaan om waardedalingen zo snel mogelijk te realiseren, en waardestellingen zo laat mogelijk. Door verliesverrekening te beperken, limiteer je de mogelijkheid hiervoor.

3 Een ander belangrijk voorbeeld van een moeilijk te waarderen vermogensbestanddeel is het geïnvesteerde vermogen in een bv. Hierover

Ontwerp voor een beter belastingstelsel

wordt er binnen het huidige beleid in box 2 een vermogenswinstbelasting geheven. Een bijkomend voordeel van een vermogenswinstbelasting in box 3 is daarom dat vermogen in dat geval in beide boxen gelijkwaardiger zal worden behandeld. Dit kan arbitrage tussen beide boxen verminderen.

4 Een veelgenoemd probleem van een vermogensaanwasbelasting is dat het tot liquiditeitsproblemen kan leiden als de waardemutatie van minder-liquide activa wordt belast (Van Goor, 2017). Dit probleem zou verholpen kunnen worden door in dergelijke gevallen betalingsuitstel te verlenen, waarbij de overheid wel rente over de belastingschuld in rekening brengt. Overigens kunnen liquiditeitsproblemen net zo goed ontstaan binnen de huidige belasting op basis van een verondersteld rendement (Ministerie van Financiën, 2017).

5 De *Mirrlees Review* (Mirrlees et al., 2011) pleit er zelfs voor om het normale rendement geheel onbelast te laten middels een zogenaamde *rate of return allowance*, zie bijvoorbeeld ook Cnossen (2014). Er zijn echter talloze redenen waarom men het normale rendement wel degelijk tegen een positief tarief zou willen belasten, zie Jacobs (2019; deze bundel).

LITERATUUR

Aghion, P. en P. Howitt (1992) A model of growth through creative destruction. *Econometrica*, 60(2), 323–351.

Akcigit, U., J. Grigsby, T. Nicholas en S. Stantcheva (2018) *Taxation and innovation in the 20th century*. NBER Working Paper, 24982.

Auerbach, A.J. (1991) Retrospective capital gains taxation. *The American Economic Review*, 81(1), 167–178.

Belastingdienst (2019) *Belasting betalen over uw vermogen*. Tekst te vinden op www.belastingdienst.nl.

Benartzi, S. en R.H. Thaler (2001) Naive diversification strategies in defined contribution saving plans. *The American Economic Review*, 91(1), 79–98.

Calvet, L.E., J.Y. Campbell en P. Sodini (2007) Down or out: assessing the welfare costs of household investment mistakes. *Journal of Political Economy*, 115(5), 707–747.

Case, K.E. en R.J. Shiller (1989) The efficiency of the market for single-family homes. *The American Economic Review*, 79(1), 125–137.

Chetty, R., J.N. Friedman, S. Leth-Petersen et al. (2014) Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1141–1219.

Choi, J.J., D.I. Laibson en B.C. Madrian (2005) Are empowerment and education enough? Underdiversification in 401(k) plans. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2005(2), 151–213.

Christiansen, V. (1993) A normative analysis of capital income taxes in the presence of aggregate risk. *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 18(1), 55–76.

Cnossen, S. (2014) Van Dijkhuizen en Mirrlees. *Tijdschrift van Openbare Financiën*, 46(1), 25–34. Te vinden op www.wimdreessfonds.nl.

Cnossen, S. en L. Bovenberg (2001) Fundamental tax reform in the Netherlands. *International Tax and Public Finance*, 8(4), 471–484.

Cnossen, S., L. Bovenberg, A. Rijkers et al. (1999) *Vermogensrendementsheff-*

ing: vondst of miskleun? Rotterdam: OCfEB. Te vinden op pure.uvt.nl.

CPB (2018) *De verscheidenheid van vermogens van huishoudens*. CPB Notitie, 29 maart.

Cullen, J.B. en R.H. Gordon (2007) Taxes and entrepreneurial risk-taking: theory and evidence for the U.S. *Journal of Public Economics*, 91(7–8), 1479–1505.

Diamond, P.A. en J.A. Mirrlees (1971) Optimal taxation and public production – I: production efficiency. *The American Economic Review*, 61(1), 8–27.

Domar, E.D. en R.A. Musgrave (1944) Proportional income taxation and risk-taking. *The Quarterly Journal of Economics*, 58(3), 388–422.

Egan, M., G. Matvos en A. Seru (2019) The market for financial adviser misconduct. *Journal of Political Economy*, 127(1), 233–295.

Ewijk, C. van, M. Koning, M. Lever en R.A. de Mooij (2006) *Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning*. CPB Bijzonder Publicatie, 62.

Fagereng, A., L. Guiso, D. Malacrino en L. Pistaferri (2019) *Heterogeneity and persistence in returns to wealth*. NBER Working Paper, 22822.

Gaudecker, H.-M. von (2015) How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? *The Journal of Finance*, 70(2), 489–507.

Gerritsen, A. (2017) Belastingen: optimaal afstemmen op gedrag. In: R. Dur (red.), *Gedragseconomie en beleid: Preadviezen 2017*. Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 74–85.

Gerritsen, A., B. Jacobs, A. Rusu en K. Spiritus (2017) *Optimal taxation of capital income when capital returns are heterogeneous*. Erasmus Universiteit Rotterdam.

Giacoletti, M. (2017) *Idiosyncratic risk in housing markets*. Paper te vinden op www.semanticscholar.org.

Goetzmann, W.N. en A. Kumar (2008) Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, 12(3), 433–463.

Goor, M. van (2017) Reactie: Het belasten van werkelijke rendementen op vermogen kent ook nadelen. In: R. Dur (red.), *Gedragseconomie en beleid: Preadviezen 2017*. Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 86–87.

Gordon, R.H. (1985) Taxation of corporate capital income: tax revenues vs. tax distortions. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(1), 1–27.

Guvenen, F., G. Kambourov, B. Korusu et al. (2019) *Use it or lose it: efficiency gains from wealth taxation*. NBER Working Paper, 26284.

Harding, M. (2013) *Taxation of dividend, interest, and capital gain income*. OECD Taxation Working Paper, 19.

Harding, M. en M. Marten (2018) *Statutory tax rates on dividends, interest and capital gains: the debt equity bias at the personal level*. OECD Taxation Working Paper, 34.

Hastings, J.S., B.C. Madrian en W.L. Skimmyhorn (2013) Financial literacy, financial education, and economic outcomes. *Annual Review of Economics*, 5(1), 347–373.

Hebous, S. en A. Klemm (2019) Bron- en bestemmingsbelastingen op overwinst. In: B. Jacobs en S. Cnossen (red.), *Ontwerp voor een beter belastingstelsel*. Amsterdam: ESB.

Jacobs, B. (2015) *De prijs van gelijkheid*. Amsterdam: Bert Bakker-Prometheus.

- Jacobs, B. (2017) Fundamentele herziening van belastingen op kapitaalinkomen. *ESB*, 102(4753), 416–419.
- Jacobs, B. (2019) Fundamentele hervorming van belastingen op kapitaalinkomen. In: B. Jacobs en S. Cnossen (red.), *Ontwerp voor een beter belastingstelsel*. Amsterdam: ESB.
- Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov et al. (2017) *The rate of return on everything, 1870–2015*. NBER Working Paper, 24112.
- Langenmayr, D. en R. Lester (2018) Taxation and corporate risk-taking. *The Accounting Review*, 93(3), 237–266.
- Lusardi, A. en O.S. Mitchell (2014) The economic importance of financial literacy: theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.
- Lusardi, A. en P. Tufano (2015) Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. *Journal of Pension Economics & Finance*, 14(4), 332–368.
- Lusardi, A., P.-C. Michaud en O.S. Mitchell (2017) Optimal financial knowledge and wealth inequality. *Journal of Political Economy*, 125(2), 431–477.
- Ministerie van Financiën (2017) *Keuzedocument box 3. Bijlage bij Kamerstukken II 2016/2017, 34 552, nr. 83*.
- Mirrlees, J., S. Adam, T. Besley et al. (red.) (2011) *The Mirrlees Review: tax by design*, vol. 2. Oxford: Oxford University Press.
- Musgrave, R.A. (1959) *The theory of public finance: a study in public economy*. New York: McGraw-Hill.
- Parlevliet, J. en T. Kooiman (2015) *De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?* DNB Occasional Studies, 13-1.
- Piketty, T. (2014) *Kapitaal in de 21ste eeuw*. Amsterdam: De Bezige Bij.
- Piketty, T. en G. Zucman (2014) Capital is back: wealth-income ratios in rich countries 1700–2010. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1255–1310.
- Poterba, J.M. en A.A. Samwick (2003) Taxation and household portfolio composition: US evidence from the 1980s and 1990s. *Journal of Public Economics*, 87(1), 5–38.
- Romer, P. (1990) Endogenous technological change. *Journal of Political Economy*, 98(5), 71–102.
- Rooij, M. van, A. Lusardi en R. Alessie (2011) Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472.
- Saez, E. en G. Zucman (2016) Wealth inequality in the United States since 1913: evidence from capitalized income tax data. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(2), 519–578.
- Sandmo, A. (1969) Capital risk, consumption, and portfolio choice. *Econometrica*, 37(4), 586–599.
- Sandmo, A. (1985) The effects of taxation on savings and risk taking. In: A.J. Auerbach en M. Feldstein (red.), *Handbook of public economics*, vol. 1. Amsterdam: North Holland, hoofdstuk 5.
- Schindler, D. (2008) Taxing risky capital income: a commodity taxation approach. *FinanzArchiv: Public Finance Analysis*, 64(3), 311–333.
- Sørensen, P.B. (2005) Neutral taxation of shareholder income. *International Tax and Public Finance*, 12(6), 777–801.
- Spiritus, K. en R. Boadway (2017) *Optimal taxation of risky capital income: the rate-of-return allowance*. CESifo Working Paper, 6297.
- Varian, H.R. (1980) Redistributive taxation as social insurance. *Journal of Public Economics*, 14(1), 49–68.
- Vickrey, W. (1939) Averaging of income for income-tax purposes. *Journal of Political Economy*, 47, 379–397.
- VVD, CDA, D66 en ChristenUnie (2019) *Vertrouwen in de toekomst: Regeerakkoord 2017–2021*. Te vinden op www.kabinetsformatie2017.nl.
- Zoutman, F. (2018) *The elasticity of taxable wealth: evidence from the Netherlands*. Norwegian School of Economics, Working Paper. Te vinden op google.com/site/flzoutman.