

**Erasmus
School of
Economics**

The logo of the Erasmus School of Economics, featuring the word 'Erasmus' in a stylized, cursive script.

Bachelorscriptie fiscale economie

Actief beleggen in aandelen en derivaten

Kwalificeert dit als meer dan normaal vermogensbeheer, zodat wordt belast naar werkelijk rendement?

Student: Jason Nieuwenhuizen

Studentnummer: 471247

Begeleider: Prof. P. Kavelaars

Tweede beoordelaar: Drs. M.H.M. Smeets

Datum: 05-08-2021

Inhoudsopgave

| | |
|--|----|
| 1: Inleiding | 5 |
| 1.1 Introductie..... | 5 |
| 1.2 Actieve beleggingsactiviteiten..... | 6 |
| 1.3 Vermogensbeheer onroerend goed | 7 |
| 1.4 Probleemstelling..... | 7 |
| 1.5 Afbakening..... | 9 |
| 2: Aandelen- en derivatenmarkt | 10 |
| 2.1 Inleiding | 10 |
| 2.2 Introductie aandelen en derivaten..... | 10 |
| 2.2.1 Juridische aspecten | 10 |
| 2.3 Economische factoren die van belang zijn voor de koers van aandelen..... | 11 |
| 2.3.1 Interne factoren | 11 |
| 2.3.2 Externe factoren..... | 13 |
| 2.4 Analyses..... | 14 |
| 2.4.1 Fundamentele analyse | 14 |
| 2.4.2 Technische analyse..... | 15 |
| 2.4.3 Vergelijking analyses | 16 |
| 2.5 Derivaten | 16 |
| 2.5.1 Futures..... | 18 |
| 2.5.2 Call opties | 18 |
| 2.5.3 Put opties..... | 19 |
| 2.6 Handelsplatformen..... | 19 |
| 2.7 Samenvatting..... | 19 |
| 3: De behandeling van beleggingen in de inkomstenbelasting..... | 21 |
| 3.1 Inleiding | 21 |
| 3.2 Draagkrachtbeginsel..... | 21 |
| 3.2.1 Inleiding draagkrachtbeginsel | 21 |
| 3.2.2 Het fiscale inkomensbegrip | 21 |
| 3.2.3 Progressief tarief | 22 |
| 3.2.4 Subjectieve draagkracht | 23 |
| 3.2.5 Inbreuken draagkrachtbeginsel..... | 23 |
| 3.3 Structuur Wet IB 2001..... | 23 |
| 3.3.1 Inleiding | 23 |
| 3.3.2 Box 1 | 24 |

| | | |
|-------|---|----|
| 3.3.3 | Box 2 | 25 |
| 3.3.4 | Box 3 | 26 |
| 3.4 | Fiscale behandeling van beleggingen | 28 |
| 3.4.1 | Inleiding | 28 |
| 3.4.2 | Fiscale behandeling beleggingen box 1 | 29 |
| 3.4.3 | Fiscale behandeling beleggingen box 2 | 29 |
| 3.5 | Deelconclusie | 30 |
| 4: | Vergelijking meer dan normaal vermogensbeheer met actieve beleggingsactiviteiten | 32 |
| 4.1 | Inleiding | 32 |
| 4.2 | Normaal en meer dan normaal vermogensbeheer | 32 |
| 4.3 | Jurisprudentie meer dan normaal vermogensbeheer | 33 |
| 4.3.1 | Hoge Raad 15 april 2016 | 33 |
| 4.3.2 | Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020 | 35 |
| 4.3.3 | Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020 | 35 |
| 4.4 | Samenvatting jurisprudentie meer dan normaal vermogensbeheer | 36 |
| 4.5 | Actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten | 37 |
| 4.6 | Vergelijking actieve beleggingsactiviteiten met meer dan normaal vermogensbeheer | 38 |
| 4.5.1 | Redelijkerwijs verwachten van voordeel | 39 |
| 4.5.2 | HR 9 september 2011 | 40 |
| 4.6 | Voordeel verwachten bij aandelen en derivaten anno 2021 | 41 |
| 4.7 | Deelconclusie | 42 |
| 5: | Mogelijkheden voor het belasten van actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten | 44 |
| 5.1 | Inleiding | 44 |
| 5.2 | Relevantie belastingheffing van actieve beleggingsactiviteiten in box 1 | 44 |
| 5.3 | Het begrip arbeid bij actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten | 45 |
| 5.4 | Actieve beleggingsactiviteiten belasten als resultaat uit overige werkzaamheid | 46 |
| 5.4.1 | Wetsfictie | 46 |
| 5.4.2 | Toetsingscriteria | 46 |
| 5.4.3 | Doeltreffendheid en doelmatigheid van het belasten van actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten als resultaat uit overige werkzaamheid | 47 |
| 5.4.4 | Uitvoerbaarheid | 48 |
| 5.5 | Box 3 op basis van werkelijk rendement | 49 |
| 5.5.1 | Inleiding | 49 |
| 5.5.2 | Vermogenswinstbelasting | 49 |
| 5.5.3 | Vermogensaanwasbelasting | 50 |
| 5.6 | Vermogensaanwas- of vermogenswinstbelasting in box 3 | 51 |

| | |
|---|----|
| 5.6.1 Doeltreffendheid | 51 |
| 5.6.2 Doelmatigheid | 52 |
| 5.6.3 Uitvoerbaarheid | 53 |
| 5.7 Vergelijking van de systemen | 54 |
| 5.8 Deelconclusie | 57 |
| 6: Conclusie | 58 |
| 6.1 Inleiding | 58 |
| 6.2 Samenvatting | 58 |
| 6.3 Beantwoording onderzoeksvraag | 59 |
| 6.4 Aanbeveling en vervolgonderzoek | 60 |
| 7: Literatuurlijst | 61 |
| 7.1 Berichten uit kranten en andere media | 61 |
| 7.2 Literatuur | 62 |
| 7.3 Jurisprudentie | 67 |
| 7.4 Boeken | 67 |

1: Inleiding

1.1 Introductie

In de huidige samenleving is er bijna niemand die bedrijven als Tesla of Shell niet kent. Beleggen in aandelen is een steeds populairder fenomeen, mede door de komst van corona. Veel mensen zitten thuis, met minder werk of zijn werkloos en zijn de beleggingswereld ingedoken. Zo meldt de IEX dat 22% van de Nederlandse huishoudens belegt, een toename van 17% ten opzichte van vorig jaar.¹ Daarnaast worden speculatieve beleggingsinstrumenten steeds populairder en toegankelijker voor particulieren. Dit worden derivaten genoemd: afgeleide financiële producten die gebaseerd zijn op een onderliggende waarde, zoals aandelen of grondstoffen. Een derivaat geeft de koper het recht een bepaald goed in de toekomst voor een bepaalde koers te kopen of te verkopen. De meest bekende derivaten zijn opties, swaps en futures.² Door nieuwe handelsplatformen zoals Robinhood, zijn derivaten steeds makkelijker te kopen. Deze stijging van populariteit wordt vooral waargenomen bij de beginnende en onervaren belegger, die veelal alleen kijkt naar de goede kant van de medaille en het risico van bepaalde derivaten over het hoofd ziet. De toenemende interesse in derivaten is bijvoorbeeld te zien in een recente gebeurtenis. Eind januari schoot de koers van de aandelen van Gamestop omhoog, doordat particulieren massaal aandelen en opties kochten. Hierdoor is voor het eerst de handel in opties tijdelijk stilgelegd.³

Aandelen en contracten op derivaten vallen voor particuliere beleggers vrijwel altijd in box 3 van de Wet op de Inkomstenbelasting 2001 (hierna: Wet IB), als belastbaar inkomen uit sparen en beleggen. Aandelen worden alleen in box 2 belast, wanneer een aanmerkelijk belang⁴ aanwezig is. Dit kan aanwezig zijn wanneer wordt geïnvesteerd in een start-up of wanneer er wordt belegd via de eigen besloten vennootschap.

Box 3 houdt een vermogensrendementsheffing in, waarbij een forfaitair rendement wordt gehanteerd dat afhankelijk is van de hoogte van het vermogen op peildatum 1 januari.⁵ Hierbij gaat de rijksoverheid uit van een bepaalde vermogensmix per schijf, waar de tarieven op gebaseerd zijn.⁶ Naarmate het vermogen toeneemt, wordt ervan uitgegaan dat het aandeel beleggingsvermogen toeneemt, wat resulteert in een hoger forfaitair rendement. De Rijksoverheid gaat er vanuit dat meer vermogende mensen ook meer beleggen. Hierbij wordt niet alleen uitgegaan van beleggingen in aandelen, maar bijvoorbeeld ook van beleggingen in onroerend goed. Samen met het belastingtarief van 31%⁷ resulteert dit in een effectieve tarief van minimaal 0,589% en maximaal 1,7639%. Hierbij dient rekening te worden gehouden met het heffingsvrije vermogen van 50.000 euro per belastingplichtige vanaf 1 januari 2021.⁸ Dit is een forse toename ten opzichte van het heffingsvrije vermogen van 30.846 euro in 2020.

¹ Redactie IEXgeld 2020.

² R. van Santen, Lynx

³ M. Fitzgerald 2021, CNBC.

⁴ Een belang van 5%.

⁵ Art. 5.2 Wet IB.

⁶ Rijksoverheid 2021.

⁷ Art. 2.13 Wet IB.

⁸ Art. 5.5 Wet IB.

Het jaar 2019 is over het algemeen een goed jaar voor beleggers in aandelen en derivaten geweest, waardoor het box 3 vermogen van deze beleggers is toegenomen. Zo heeft de S&P 500⁹ zich in een recordtijd hersteld na de corona-dip en had een inleg meer dan vertienvoudig kunnen worden met een belegging in Tesla. Dit kan de vraag doen oproepen: is een effectief tarief van maximaal 1,7639% relatief te laag in vergelijking met behaalde rendementen? Tevens wordt door de komst van het verhoogde heffingsvrije vermogen nog minder geheven dan vorig jaar. Daarnaast is de vraag of een vermogensrendementsheffing op aandelen te veraf staat van de realiteit, door de stijgende volatiliteit in aandelenprijzen. Zo bestaat de mogelijkheid dat belastingheffing plaatsvindt over niet gerealiseerde winsten op aandelen, terwijl in het daaropvolgende jaar de waarde van deze aandelen gehalveerd is, maar opnieuw wordt belast. Deze situatie kan zich ook andersom voordoen, waardoor iemand in feite relatief weinig belasting betaalt ten opzichte van het reële inkomen. Als laatste kan de heffing op één peildatum als een nadeel worden gezien van box 3; Als aandelenprijzen volatiel zijn geeft één momentopname relatief weinig inzicht in het beleggingsvermogen.

1.2 Actieve beleggingsactiviteiten

Beleggen is een veel actievare werkzaamheid geworden door technologische ontwikkeling. Dit doet de vraag oproepen:

“moet er vanuit fiscaal perspectief op een andere manier tegen actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten aangekeken worden?”

Met deze actieve beleggingsactiviteiten worden actieve beleggers bedoeld die niet alleen voor een lange termijn passief aandelen houden, maar een actieve houding aannemen voor het beheer van vermogen. Dit is bijvoorbeeld het doen van analyses en het meervoudig kopen en verkopen van aandelen en derivaten op een dag. Op deze manier tracht de actieve belegger markttrendementen te verslaan. Daarentegen is een passieve belegger veelal gericht op het volgen van markttrendementen. Een vorm van actief beleggen is “day-trading”: het relatief veel sluiten van long en short posities per dag.¹⁰

Met een long positie wordt het kopen van een aandeel bedoeld. De belegger is dus de eigenaar. Een short positie daarentegen is het verschuldigd zijn van een aandeel aan iemand, zonder dat de belegger eigenaar is van het aandeel.¹¹ Deze posities kunnen ook ingenomen worden met betrekking tot derivaten. Het doel van deze beleggers is om winst te behalen op de korte termijn prijsbewegingen van aandelen.

Deze vorm van beleggen is intensiever in vergelijking met passief beleggen op de lange termijn. Het vergt kennis over statistiek, wiskunde en het maken/begrijpen van technische analyses, om profijt te hebben van deze korte termijn prijsbewegingen van aandelen. In hoeverre kan dit vergeleken worden met het fiscale begrip arbeid? Is sprake van een bron van inkomen, doordat wordt deelgenomen aan het economische verkeer, voordeel wordt beoogd en dit redelijkerwijs te verwachten is? Dit zijn de vereisten voor het anders dan in box 3 belasten van voordelen. Een soortgelijk onderscheid wordt bijvoorbeeld bij de verhuur van onroerende zaken gemaakt. Het is voor de fiscale behandeling relevant of en in welke mate arbeid wordt verricht bij beleggingen in

⁹ Aandelenindex met de 500 grootste bedrijven in Amerika.

¹⁰ J. Chen, Investopedia 19 Februari 2021.

¹¹ L. Kramer, Investopedia 28 Januari 2021.

onroerende zaken. De vraag is of dit ook het geval is of zou moeten zijn ten aanzien van bepaalde transacties in aandelen en vergelijkbare vermogensbestanddelen.

1.3 Vermogensbeheer onroerend goed

Bij het beleggen in onroerende zaken wordt gesproken over “normaal vermogensbeheer” en “meer dan normaal vermogensbeheer”. Normaal vermogensbeheer betekent dat het verhuren van een pand als belegging wordt gezien. Van beleggen is volgens de Hoge Raad sprake indien het aanhouden van vermogensbestanddelen is gericht op het verkrijgen van een waardeinstijging en een rendement dat bij normaal vermogensbeheer wordt verwacht.¹² Voor de beoordeling of al dan niet sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer moet aan een aantal criteria worden getoetst. De Hoge Raad deed hier op 7 oktober 1981 als één van de eerste keren uitspraak over: “er dient te worden getoetst of normaliter meer dan op incidentele basis aan het maatschappelijk verkeer wordt deelgenomen en waarbij de factor arbeid, qua aard en omvang van zodanig belang is dat deze geacht kan worden ten doel te hebben het behalen van voordelen uit onroerende goederen, welke het aan een belegger in zodanige goederen normaliter opkomende rendement te boven gaan”.¹³ In een later arrest wordt hieraan getoetst en wordt een duidelijkere maatstaf gegeven voor meer dan normaal vermogensbeheer:

- De aard en omvang van de werkzaamheden van de belastingplichtige moeten meer omvatten dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is.
- De aard en omvang van de werkzaamheden moeten onmiskenbaar het doel hebben een rendement te behalen dat het rendement van normaal vermogensbeheer te boven gaat.¹⁴

Dit betekent dat een investering in box 1 valt, wanneer de onroerend goed belegger een actieve rol aanneemt in bijvoorbeeld het onderhouden van het pand. Indien de daadwerkelijk verrichte arbeid qua aard en relatieve omvang niet meer omvat dan de arbeid die bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is, valt verhuur van panden onder het regime van box 3.¹⁵

1.4 Probleemstelling

Moet deze richting ook worden ingeslagen bij het beleggen in aandelen? Moeten actieve beleggingsactiviteiten in box 1 worden belast? Mijns inziens is te beargumenteren dat bij het beleggen in aandelen en derivaten deze vorm van meer dan normale “arbeid” ook aanwezig is. Men moet immers als actieve belegger intensief de prijsbewegingen volgen. De onderzoeksvraag luidt dan ook:

“Is het actief beleggen in aandelen en derivaten te vergelijken met meer dan normaal vermogensbeheer bij onroerend goed en moet dit daarom worden belast als resultaat uit overige werkzaamheid?”

Om tot het antwoord te komen van deze onderzoeksvraag worden een aantal deelvragen uitgewerkt. Ten eerste wordt antwoord gegeven op de eerste deelvraag:

¹² A. Rozendal, “Vastgoedexploitatie in de inkomstenbelasting”, Themapagina Navigator 22 januari 2020.

¹³ HR 7 oktober 1981, nr. 20 733, ECLI:NL:HR:1981:AW9757, r.o. 9.

¹⁴ HR 17 augustus 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC5731.

¹⁵ A. Rozendal, “Vastgoedexploitatie in de inkomstenbelasting”, Themapagina Navigator 22 januari 2020.

1. *“Hoe werkt de aandelen en derivatenmarkt en welke informatie en analyses hebben beleggers nodig voor het aanschaffen van aandelen en derivaten?”*

Hiermee wordt een duidelijk beeld geschetst over de aandelen- en derivatenmarkt, waar dieper wordt ingegaan op aandelen, derivaten en marktwerkingen. Hierbij wordt ook de juridische kant besproken, die veelal een rol speelt bij derivaten. Hierna wordt dieper in gegaan op de tweede deelvraag:

2. *“Hoe worden beleggingen behandeld in de inkomstenbelasting?”*

Bij deze deelvraag wordt dieper ingegaan op de fiscale behandeling van beleggingen in de Wet Inkomstenbelasting 2001 (hierna: Wet IB). Hierbij wordt eerst ingegaan op het draagkrachtbeginsel. Dit beginsel houdt in dat de hoogte van belastingheffing wordt bepaald aan de hand van maatstaven van draagkracht.¹⁶ Dit beginsel heeft betrekking op het verdelingsvraagstuk, wat inhoudt dat de verdeling van de belastingdruk wordt bepaald aan de hand van draagkracht. Inkomen, vermogen en consumptie zijn hiervoor aangrijpingspunten. Hierna wordt het boxenstelsel van de Wet IB besproken, waarbij inbreuken op het draagkrachtbeginsel worden toegelicht. Ten slotte wordt ingegaan op de verschillende fiscale behandelingen voor het belasten van beleggingen.

Vervolgens wordt ingegaan op de derde deelvraag:

3. *“In hoeverre vallen actieve beleggers in aandelen en derivaten te vergelijken met meer dan normaal vermogensbeheer?”*

Voor het beantwoorden van deze deelvraag wordt eerst gekeken naar een ander type belegger, namelijk de belegger in onroerend goed. Bij deze beleggers kan immers sprake zijn van normaal vermogensbeheer of meer dan normaal vermogensbeheer. Aan de hand van jurisprudentie wordt uitgewerkt hoe dit onderscheid tussen normaal en meer dan normaal vermogensbeheer wordt gemaakt. Hier ligt vooral de nadruk op het al dan niet aanwezig zijn van arbeid en wat met arbeid wordt bedoeld.

Bij deze deelvraag wordt vervolgens gekeken of een onderscheid kan worden gemaakt tussen actieve en passieve beleggingen in aandelen en derivaten. Dit is een moeilijk vraagstuk, aangezien een onderscheid moet worden gemaakt tussen actieve en passieve beleggingsactiviteiten. Aan de hand van de bepaling van meer dan normaal vermogensbeheer en een type belegger: “day-trader”, wordt in dit hoofdstuk besproken of en hoe dit onderscheid wordt gemaakt. Vervolgens wordt vergeleken of actieve beleggers in aandelen en derivaten dezelfde fiscale behandeling als meer dan normaal vermogensbeheer krijgen of kunnen krijgen in het huidige boxensysteem.

Ten slotte wordt uitgewerkt welk systeem voor het belasten van actieve werkzaamheden het best scoort op doelmatigheid, doeltreffendheid en uitvoerbaarheid. Dit wordt gedaan aan de hand van de vierde en laatste deelvraag:

4. *“Welk systeem voor het belasten van actieve werkzaamheden scoort het best op doelmatigheid, doeltreffendheid en uitvoerbaarheid?”*

¹⁶ L.W.D. Wijtvliet, *WFR 2021/58*.

Voor de beantwoording van deze deelvraag wordt ten eerste gekeken naar opties voor het belasten van actieve werkzaamheden. Vervolgens worden deze opties getoetst op doelmatigheid, doeltreffendheid en uitvoerbaarheid. Aan de hand van deze toetsingen wordt geconcludeerd welk systeem het best scoort op deze punten.

Uit de beantwoording van deze vier deelvragen volgt de conclusie van dit onderzoek.

1.5 Afbakening

Bij het uitwerken van deze deelvragen wordt enkel ingegaan op actieve beleggingsactiviteiten in aandelen, derivaten en onroerende zaken. Andere actieve beleggingsactiviteiten worden buiten beschouwing gelaten. Daarnaast wordt kort ingegaan op de tekortkomingen van het huidige box 3 stelsel, maar hierin ligt niet de essentie van het onderzoek.

2: Aandelen- en derivatenmarkt

2.1 Inleiding

Voordat wordt gekeken naar de fiscale behandelingen van beleggingen in aandelen en derivaten, is het van belang om een volledig beeld te hebben van de aandelen- en derivatenmarkt. In dit hoofdstuk worden daarom de verschillende aspecten van aandelen en derivaten besproken.

Om een goede handelaar te zijn op de aandelen- of derivatenmarkt, moet een belegger immers een inschatting maken van de toekomstige waardeontwikkeling van een aandeel of derivaat. Daarvoor dient de belegger over verschillende analysemethodes en informatiebronnen te beschikken. Deze worden in dit hoofdstuk beschreven. Deze beschrijving van de informatie en analysemethodes waar beleggers hun keuze om te verkopen of te kopen op baseren is relevant, om een onderscheid te maken tussen passieve en actieve beleggingsactiviteiten.

Eerst worden aandelen en derivaten toegelicht, waarbij de juridische en economische kant wordt aangehaald. Vervolgens wordt besproken dat economische factoren de koers van een aandeel beïnvloeden. Op deze manier wordt een verklaring gegeven voor koersbewegingen. Daarna worden verschillende analysemethoden belicht, waar beleggers aankopen en verkopen op berusten. Hier wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen een korte-termijn methode en een lange-termijn methode. Verder worden de derivaten behandeld, waarbij de meest gebruikte derivaten toegelicht worden. Dit zijn futures, call opties en put opties. Ten slotte wordt kort besproken dat handelsplatformen functioneren als tussenpersoon tussen de belegger en bedrijven.

2.2 Introductie aandelen en derivaten

De aandelen- en derivatenmarkt is over de jaren heen complexer geworden. Toen de eerste echte beurs in Antwerpen in 1531 werd opgericht, was enkel sprake van fysieke verhandeling van aandelen op een vaste plek.¹⁷ De eerste Nederlandse beurs ontstond met de komst van de VOC: de eerste naamloze vennootschap van Nederland met verhandelbare aandelen. Hedendaags is dit uitgegroeid tot een volledig elektronisch handelsplatform met vele verhandelbare beleggingsinstrumenten, zoals derivaten: financiële instrumenten waarvan de waarde afhangt van een onderliggende waarde.¹⁸ Alvorens deze derivaten verder uit te leggen, is het van belang om het begrip 'aandeel' toe te lichten en af te bakenen. Veel beginnende beleggers hebben hier een onjuiste opvatting over en maken de fout om een aandeel te zien als een object waarvan de waarde omhoog of omlaag gaat. Het is echter van belang om te realiseren dat met het kopen van een aandeel, een (klein) deel van een bedrijf wordt aangeschaft. Bij aankoop van dit 'stukje' bedrijf wordt verwacht dat dit bedrijf meer winst genereert in de toekomst, wat resulteert in een stijgende koers en/of een uitbetaling in dividend.

2.2.1 Juridische aspecten

Voor een belegger in aandelen is het van belang om de juridische aspecten van aandelen en derivaten te begrijpen. Het kopen en verkopen van aandelen en derivaten brengt immers juridische verplichtingen met zich mee. Een aandeel is juridisch gezien een goed¹⁹ en vormt een overdraagbaar

¹⁷ Redactie IEXGeld, 5 september 2016.

¹⁸ S. Grima en I. Thalassinou, *Financial Derivatives: A Blessing or a Curse?*, 2020.

¹⁹ Art 3:1 BW.

vermogensrecht.²⁰ Wanneer een belegger een aandeel koopt of verkoopt is sprake van een levering,²¹ die plaats dient te vinden bij notariële akte.²² Deze akte bevat gegevens over de overdracht zoals: de prijs van de aandelen en datum van overdracht. Bij beursgenoteerde vennootschappen is een dergelijke notariële akte niet vereist, om de administratie van aandeeloverdrachten te verminderen. Daarnaast gold tot 2012 een verplichte blokkeringsregeling voor besloten vennootschappen (hierna: BV).²³ Dit kan in de vorm van een aanbiedings- of goedkeuringsregeling. De aanbiedingsregeling houdt in dat de verkoper eerst de aandelen moet aanbieden aan mede-aandeelhouders. Bij de goedkeuringsregeling moeten mede-aandeelhouders instemmen met de verkoop van aandelen, anders mogen aandelen niet overgedragen worden. Voor beurzen is deze regeling een belemmering, aandelen zijn dan immers niet vrij verhandelbaar. Daarom werden BV's niet toegelaten op de beurs. Na de afschaffing in 2012 kunnen BV's zich noteren op een beurs, mits de blokkeringsregeling uit de statuten is verwijderd. Uit deze twee voorbeelden blijkt dat beurzen trachten juridische verplichtingen in te perken.

Bij derivaten spelen juridische verplichtingen een grotere rol. Er wordt immers een derivatencontract gekocht. Een dergelijk contract leidt tot de juridische verplichting om het onderliggende vermogensbestanddeel te kopen of verkopen in de toekomst.²⁴ Bij enkele vormen van derivaten is er geen verplichting maar een optie tot kopen of verkopen. Dit is een juridische verlichting die resulteert in een hogere prijs. De mate van juridische verplichtingen tegenover de andere partij speelt derhalve een rol in de prijs van het contract.

2.3 Economische factoren die van belang zijn voor de koers van aandelen

De koers van een aandeel hangt af van verschillende factoren. In beginsel spelen vraag en aanbod een rol in de prijsbepaling.²⁵ Wanneer er meer vraag is naar een aandeel en het aanbod beperkt is, zal de evenwichtsprijs hoger liggen dan wanneer het aanbod ruim is ten opzichte van de vraag. Daarnaast hebben interne en externe factoren invloed op de koers. Bij beide categorieën factoren spelen verwachtingen van beleggers in totaliteit een grote rol. In de volgende paragrafen worden de interne en externe factoren besproken.

2.3.1 Interne factoren

Interne factoren zijn factoren die bedrijfsspecifiek zijn. Dit zijn bijvoorbeeld: de omzet die een bedrijf behaalt, de behaalde winst en het eventuele uitgekeerde dividend. Al deze factoren hebben invloed op de huidige en toekomstige waarde van een aandeel. Logischerwijs, wanneer een bedrijf meer winst behaalt ten opzichte van vorig jaar, stijgt normaliter de koers. Daarnaast geven interne factoren uit het verleden een indicatie over de toekomst.

Geïnformeerde beleggers zoeken naar bedrijven met gunstige interne factoren en vergelijken bedrijven op basis van deze factoren. Het is echter lastig om deze losse factoren met elkaar te vergelijken, omdat bedrijven in omvang, prijs en uitstaande aandelen verschillen. Ratio's zijn hier een oplossing voor. De bekendste ratio's zijn de winst per aandeel ratio (hierna WPA ratio), de dividend

²⁰ Art 3:6 BW.

²¹ Art 3:90 lid 1 BW.

²² Art 3:89 lid 1 BW.

²³ A.E. de Leeuw, *'Scheiding van zeggenschap en belang in de familiesfeer'*, 2020.

²⁴ L. Yan, *Chinese Journal of Law*, 2012.

²⁵ Smith 1776.

per aandeel ratio (hierna: DPA ratio), de prijs/winst ratio (hierna: PW ratio) en het rendement op eigen vermogen (hierna: ROE ratio).

De WPA ratio geeft de verhouding weer tussen de winst en het aantal uitstaande aandelen. Op deze manier wordt weergegeven hoeveel winst wordt behaald per aandeel, wat vergeleken kan worden tussen verschillende bedrijven. Uit onderzoek blijkt dat er een positieve relatie bestaat tussen de WPA ratio en de koers.^{26,27}

De DPA ratio geeft het uitgekeerde dividend per aandeel. Dit kan alleen worden berekend bij bedrijven die dividend uitkeren. Onderzoeksresultaten naar de relatie tussen de DPA ratio en de koers lopen uiteen. Er zijn onderzoekers die constateren dat er geen significant effect is van de DPA ratio op de koers.²⁸ Daarentegen zijn er ook onderzoekers die een positieve relatie vinden.²⁹ Een verklaring voor dit fenomeen is dat aan de ene kant een hoger dividend per aandeel aantoont dat het bedrijf goed presteert en een bedrijf vertrouwen heeft om dividend uit te keren. Dit doet de koers stijgen. Aan de andere kant vinden sommige beleggers dat dividend niet uitgekeerd, maar geherinvesteerd moet worden. In die optiek geeft een uitkering van dividend een negatief effect op de koers. Omdat beide effecten een rol spelen, vormt dit ratio veelal geen goede indicator voor aankoopbeslissingen.

De PW ratio is de meest gebruikte ratio om bedrijven met elkaar te vergelijken. Dit ratio geeft de koerst-winstverhouding weer, waarbij een lager ratio in beginsel aantrekkelijker is voor een belegger. Een lager PW ratio betekent immers dat de koers van een aandeel lager is ten opzichte van de winst, wat een teken kan zijn van onderwaardering. In dat geval verwacht de belegger te kunnen profiteren van een toekomstige koersstijging. Bij het vergelijken van bedrijven op basis van de PW ratio worden enkel bedrijven in dezelfde sector met elkaar vergeleken, omdat veel factoren tussen industrieën verschillen. Allereerst bijvoorbeeld de gemiddelde schuld per sector.³⁰ Ter illustratie, de vliegtuigsector heeft door de aankoop van vliegtuigen en hoge concurrentie gemiddeld een grotere schuld dan de voedingsmiddelensector. Daarnaast verschillen verwachtingen van beleggers per sector³¹. In de technologische sector zijn bijvoorbeeld PW ratio's gemiddeld hoger dan in de bankensector. Beleggers verwachten namelijk dat een bedrijf in de technologische sector meer winst genereert in de toekomst, door een uitgevonden innovatie. In de bankensector zijn innovaties minder aan de orde, wat de winstverwachting van beleggers drukt en resulteert in een lager gemiddeld PW ratio. Een hoog PW ratio is dus gerechtvaardigd wanneer de verwachting is dat het bedrijf tot een winstgevende innovatie komt.

Als laatste is de ROE ratio relevant voor het inschatten van de toekomstige koers van een aandeel. Dit ratio geeft informatie over de winstgevendheid van een bedrijf door middel van de verhouding van het netto inkomen ten opzichte van het eigen vermogen. Een hogere ratio betekent dat een hoger rendement wordt behaald op het eigen vermogen, wat gunstig is voor een bedrijf. De ROE

²⁶ T.D.S.H. Dissanayake en E.W. Biyiri, *Business and Management Research Journal*, April 2017, p. 33 – 37.

²⁷ N. Velankar, A. Chandani, A. Ahuja, *Prestige International Journal of Management & IT*, 2017, p. 111-121.

²⁸ D. Sunaryo, *Journal of research in business economics and education*, oktober 2020.

²⁹ N. Velankar, A. Chandani, A. Ahuja, *Prestige International Journal of Management & IT*, 2017, p. 111-121.

³⁰ Talberg e.a., *International Journal of the Economics of Business*, 18 juni 2008, p. 181-200.

³¹ B. Jitmaneroj,, *Studies in Economics and Finance*, 5 juni 2017.

ratio heeft dan ook een positieve relatie met de koers.³² Bij het vergelijken van ROE ratio's vergelijkt men wederom bedrijven in dezelfde sector.

2.3.2 Externe factoren

Externe factoren zijn factoren waar het bedrijf geen invloed op heeft. Dit zijn bijvoorbeeld macro-economische factoren, pandemieën, oorlogen en crisissen. Deze factoren kunnen een bedrijf positief of negatief beïnvloeden, wat wordt weerspiegeld in de koers. In februari 2020 was een dergelijk effect duidelijk te zien. Door de komst van corona daalde de S&P 500 in deze maand met 30%.³³ Een ander bekend voorbeeld is de beurscrash in 2008. Het ineensstorten van de hypotheek op de huizenmarkt in Amerika zorgde voor een sterke reactie onder beleggers. In een maand zakte de S&P 500 zo'n 25 procent.³⁴ Dergelijke koersdalingen zijn het gevolg van onzekerheid onder beleggers. Dit komt doordat beleggen vooral betrekking heeft op de toekomst. Wanneer het toekomstbeeld drastisch wordt aangetast ontstaat er onzekerheid, wat leidt tot reacties. Deze reacties worden vaak als irrationeel of als overreacties bestempeld onder beleggers. De markt heeft zich immers iedere keer herstelt na een soortgelijke gebeurtenis.³⁵ Afgevraagd kan worden of dit overreacties zijn. Een pandemie waar geen vaccin voor te ontwikkelen is kan tenslotte de economie platleggen.

Ten slotte hebben macro-economische factoren invloed op bedrijven en de koers. Voorbeelden van macro-economische factoren zijn inflatie, rente en werkloosheid. Op al deze factoren heeft een bedrijf geen invloed. Inflatie is het fenomeen dat het algemene prijspeil stijgt, waardoor de koopkracht afneemt. Met andere woorden, dezelfde euro is over een jaar minder waard. Deze koopkrachtvermindering heeft ook een effect op bedrijven, gevolgd door de koers. Dit effect van inflatie verschilt echter per aandeelsoort.

In de aandelenmarkt bestaat een onderscheid tussen soorten aandelen: waarde-aandelen, groei-aandelen en dividendaandelen. Een waarde-aandeel is een aandeel van een bedrijf dat de grootste groeiperiode al heeft doorlopen en nu jaarlijks een stabiele omzet en winst draait. Dit zijn meestal lang bestaande bedrijven met relatief veel omzet en een bekende merknaam. Inflatie heeft een gunstig effect op deze bedrijven, omdat prijsverhogingen veroorloofd kunnen worden, waarmee de omzet wordt vergroot.³⁶ Deze toename in omzet vertaalt zich positief in de koers. Waarde-aandelen zijn dan ook populair in tijden van inflatie en bieden dekking tegen inflatie.

Groei-aandelen daarentegen zijn minder in trek in tijden van inflatie, omdat deze aandelen betrekking hebben op startende bedrijven. Deze bedrijven draaien momenteel weinig of geen omzet, maar realiseren idealiter in de toekomst een sterke omzetgroei. Deze type aandelen lopen vaak in elkaar over. Apple was bijvoorbeeld vroeger een sterk groei-aandeel, terwijl het hedendaags steeds meer verandert naar een waarde-aandeel. De lagere vraag naar groei-aandelen, in tijden van inflatie, ontstaat door de grote mate van investeringen van deze bedrijven en de gebrekkigheid aan omzet. Inflatie maakt investeringen duurder, terwijl dit niet gecompenseerd wordt door een stijging in

³² K. Kamar, *IOSR Journal of Business and Management*, mei 2017, p. 66-76.

³³ Yahoo Finance, S&P 500, februari 2021.

³⁴ Yahoo Finance, S&P 500, september 2008.

³⁵ Yahoo Finance, S&P 500, mei 2021.

³⁶ ING, 23 maart 2021.

omzet. Dit maakt groei-aandelen gevoeliger voor inflatie en weerspiegelt zich op een negatieve manier in de koers.³⁷

Ten slotte dekt een dividendaandeel juist goed in tegen inflatie. Wederom zijn bedrijven die dividend uitkeren uit de groeifase en draaien een stabiele omzet. Meestal vertaalt zich dit in een stijging van het dividend in tijden van inflatie.³⁸ Het verkregen dividend dekt als het ware de mindering in koopkracht. Het effect van inflatie op dividend-aandelen is dan ook gemiddeld het kleinst.

Het is ook belangrijk om de rol van de Europese Centrale Bank (hierna: ECB) ten opzichte van inflatie te bespreken. Een lage inflatie wordt over het algemeen gezien als gunstig voor de economie.³⁹ Het stimuleert lichtelijk om investeringen niet uit te stellen en daarnaast om te lenen. De ECB oefent echter invloed uit op de hoogte van de inflatie. Als sprake is van hyperinflatie grijpt de ECB in door het verhogen van de rente, wat resulteert in een vermindering van het geldaanbod. Een hogere rente ontmoedigt lenen en stimuleert sparen, wat inflatie in de economie drukt. Daarnaast vermindert het geldaanbod door een hoge rente, doordat banken minder geld kunnen uitlenen. Voor beleggers is het daarom interessant om conjunctuurbewegingen te volgen en op basis daarvan een afweging te maken tussen groei- en waarde-aandelen.

2.4 Analyses

Voorafgaande aan het aanschaffen of verkopen van aandelen is het van belang om niet alleen te kijken naar indicatoren, maar om daarnaast verdiepende analyses te maken. Eén van de bekendste regels in de beleggerswereld is: koop geen aandeel waar men geen verstand van heeft. Er zijn natuurlijk beleggers die zich hier niet aan houden en geen analyses maken.

Er zijn verschillende manieren waarop beleggers analyseren. De ene belegger kijkt meer naar groeimogelijkheden, de ander naar stabiele omzet. Er is echter wel een duidelijk onderscheid tussen twee analysemethoden: fundamentele en technische analyse

2.4.1 Fundamentele analyse

De fundamentele analyse is één van de meest gebruikte methodes om prijsbewegingen van aandelen te voorspellen. In essentie houdt deze methode in dat wordt geanalyseerd wat de effecten van micro- en macro-economische factoren op een bedrijf zijn.⁴⁰ Ook kijkt men naar de balans en resultatenrekening om een schatting te maken van de reële waarde van een bedrijf. Deze analyse houdt zich dus bezig met de interne en externe factoren.

Er zijn verschillende methodes en modellen om aan de hand van deze factoren een bedrijf te waarderen. Eén van de meest gebruikte methodes is verdiscontering. Hierbij maakt de belegger een schatting van toekomstige winsten en eventuele dividenden. Met deze schattingen worden vervolgens berekeningen gemaakt om de intrinsieke waarde van een bedrijf te bepalen. Dit gaat middels verdisconteringsmodellen, waar wordt gekeken naar geldstromen of dividenden. Voor elk jaar wordt op basis van de interne en externe factoren een schatting gemaakt voor de dividenden of

³⁷ N. Tessaromatis, *Social Science Research Network*, 2003.

³⁸ T. Basse en S. Reddeman, *Managerial finance*, 31 januari 2011.

³⁹ R.M. Billi en G.A. Kahn, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2008.

⁴⁰ S. Baresa, S. Bogdan, Z. Ivanovic, *UTMS Journal of Economics*, 2013, p. 45-51.

geldstromen. Bij bedrijven die dividend uitkeren wordt gekeken naar dividend en voor bedrijven die geen dividend uitkeren naar geldstromen. Elk van deze schattingen wordt verdisconteerd naar het huidige jaar en opgesomd.

Op deze manier komt een waardering tot stand die gebaseerd is op toekomstige dividenden of geldstromen. De verdisconteringsvoet is het beoogde rendement van de belegger, welke meestal gebaseerd is op de gewogen gemiddelde kapitaalkosten. Deze wordt berekend middels het eigen vermogen, vreemd vermogen en de kosten van vreemd en eigen vermogen. Deze waardering wordt vervolgens vergeleken met de huidige intrinsieke waarde⁴¹. Wanneer de berekende waardering hoger uitvalt dan de huidige intrinsieke waarde, is het fundamenteel rationeel om het aandeel te kopen. Van belang is om te begrijpen dat deze berekende waarde verschilt onder beleggers en afhangt van de schattingen en de verdisconteringsvoet. Dit heeft veelal met het risicoprofiel van de belegger te maken. Op deze methode is echter ook kritiek, omdat een schatting gemaakt wordt van de levensduur van een bedrijf. Dit wordt gedaan aan de hand van de terminale waarde: de laatste waarde die verdisconteerd wordt. Deze is meestal gebaseerd op een meervoud van dividenden of geldstromen.⁴² Hierbij wordt gemiddeld een meervoud van 20 tot 30 aangehouden, gelijkstaande aan twintig tot dertig jaar. Er kan echter afgevraagd of dit verantwoord is, omdat een schatting van de levensduur van een bedrijf zelden accuraat is. Om verdisconteringsmodellen optimaal te benutten is immers een oneindige levensduur nodig, wat vaak niet reëel is.

2.4.2 Technische analyse

Tegenover het principe van fundamentele analyse staat technische analyse. Deze vorm van analyse houdt zich minder bezig met het berekenen van de onderliggende waarde van een bedrijf, maar met markt-timing. Technische analyse is gericht op het voorspellen van de toekomstige koers door middel van statistieken en koersen in het verleden.⁴³ Deze techniek is steeds beter toepasbaar door het toenemende aanbod in data. Bij deze methode gaan beleggers ervan uit dat patronen bestaan in koersbewegingen, die zich herhalen. Het grootste verschil met fundamentele analyse is dat technische analyse zich niet richt op de reële waarde van een aandeel, maar op prijsbewegingen gebaseerd op vraag en aanbod. Een belangrijke aanname bij deze vorm van analyse is: alle belangrijke micro- en macro-economische factoren zijn verwerkt in de prijs, waardoor op basis van deze factoren geen winst te behalen is.⁴⁴ De focus van deze analyse ligt veelal in het volgen van de koers en het volume. Met volume wordt het aantal aandelen dat per dag wordt verhandeld bedoeld. Een hoger volume zorgt meestal voor een sterkere reactie op de koers, die zowel negatief als positief kan zijn.

Met deze informatie zoekt de belegger naar een patroon dat zich mogelijk kan herhalen. Wanneer een dergelijk patroon gevonden is, verwacht de belegger dat dit gunstige koop- en verkoopmomenten tot stand brengt. Bij het onderzoeken van deze patronen wordt vooral gekeken naar toppen en dalen van een koersgrafiek, waarbij een top het keerpunt van een positief naar een negatief koersverloop is. Voor een dal is dit het tegenovergestelde. Eén van de bekendste patronen is

⁴¹ Het eigen vermogen.

⁴² A. Thormann en H.F Rasmussen, *Copenhagen Business School*, 15 mei 2019.

⁴³ N. Petrusheva en I. Jordanoski, *Journal of Process Management*, 2016, p.26-31.

⁴⁴ N. Petrusheva en I. Jordanoski, *Journal of Process Management*, 2016, p.26-31.

het 'head and shoulders' patroon. Dit is een patroon waarbij de prijs zich formeert voor een periode, waarna een beweging in tegengestelde richting wordt waargenomen.

Naast patronen worden hulplijnen gebruikt als analysemethode. Deze hulplijnen worden gebruikt om een stijgende of dalende trend waar te nemen. Inmiddels bestaan al duizenden soorten hulplijnen, die elk gebaseerd zijn op andere variabelen. Een voorbeeld hiervan is een lijn van het gewogen gemiddelde van de koers. Dit gewogen gemiddelde wordt bepaald aan de hand van verleden koersen, bijvoorbeeld het gewogen gemiddelde van de afgelopen vijftig dagen. Wanneer de koers zodanig onder het gewogen gemiddelde valt, ziet men dit als een gunstig instapmoment.

Ten slotte zijn technische analyses vaak gebaseerd op 'steunpunten'. Dit zijn koersen die in het verleden vaak bereikt zijn. Zo schommelt een koers vaak om een bepaalde prijs, het steunpunt, heen. Wanneer een dergelijk steunpunt breekt, spreekt men over een trend. Deze trend kan zowel positief of negatief zijn voor de koers.

Al deze statistische technieken kunnen hedendaags ook worden uitgevoerd door een computer. Zo zijn er vele computerprogramma's die op basis van de technische methode automatisch aandelen kopen en verkopen. Het programma zoekt naar een patroon en handelt op basis daarvan. Dit zorgt voor een gunstig effect: de emotie van de belegger wordt geëlimineerd. Er blijkt echter dat dergelijke programma's slecht reageren op grote marktreacties, maar goed op geleidelijke ontwikkelingen.⁴⁵ Ten slotte bestaan er computerprogramma's die leren naarmate meer aankopen en verkopen worden gedaan.⁴⁶ Deze programma's kunnen veelal beleggers, die aankopen en verkopen baseren op technische analyse, vervangen.

2.4.3 Vergelijking analyses

De fundamentele en technische analyse verschillen zichtbaar met elkaar. Bij technische analyse ligt de nadruk veelal op de korte termijn. Men schaft immers aandelen aan in een dal, met het doel om op een daaropvolgende top te verkopen. Daarom wordt de technische analyse veelal gebruikt voor day-trading. De fundamentele analyse is daarentegen gericht op de lange termijn. Fundamentele analisten geloven dat interne en externe factoren niet gelijk in de prijs worden opgenomen.⁴⁷ Wanneer positieve factoren nog niet verwerkt zijn in de koers, biedt dit een gunstig instapmoment om te investeren. Het doel is immers niet het aandeel voor de korte termijn aan te houden. Bij technische analyse wordt het instapmoment als 'trade' beschouwd. Hierin is reeds een eerste onderscheid te maken tussen actieve en passieve beleggers. Technische (actieve) analisten volgen tenslotte frequenter de koers en kopen en verkopen vaker aandelen.

2.5 Derivaten

Alle informatie en analyses die hiervoor zijn beschreven, zijn ook relevant voor beleggers die handelen in derivaten. Derivaten zijn immers financiële instrumenten waarvan de waarde afhangt van een onderliggende waarde.⁴⁸ Deze onderliggende waarde kan bijvoorbeeld een aandeel zijn, maar ook een wisselkoers of zelfs een weersverwachting.

⁴⁵ A. Loginov,, Dalhousie University Library, 2020.

⁴⁶ K.W. Mah, Dublin Business School, 19 september 2020.

⁴⁷ N. Petrusheva and I. Jordanoski, *Journal of Process Management*, 2016, p.26-31.

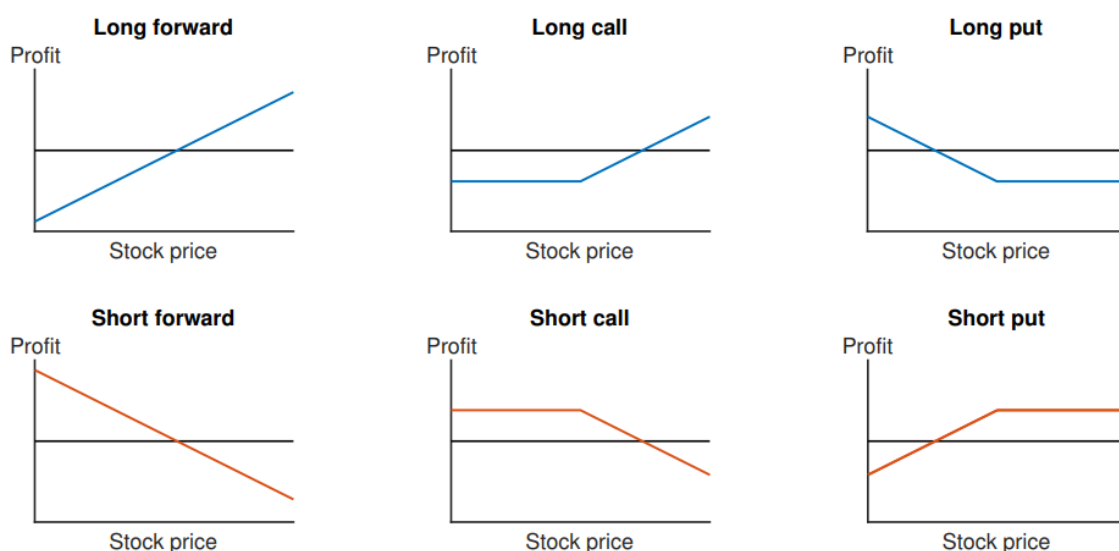
⁴⁸ S. Grima en I. Thalassinos, *Financial Derivatives: A Blessing or a Curse?*, 2020.

De weersverwachting lijkt een curieuze onderliggende waarde, maar aan de hand van een voorbeeld wordt het tegendeel bewezen. Stel er zijn twee ondernemers, een ijsverkoper en een ski resort manager. Beide ondernemers verlangen een stabiele omzet, maar dit is niet haalbaar door de weersverwachtingen. Een ijsverkoper verkoopt immers meer ijs met warm weer en een ski resort manager met koud weer. Deze weersverwachtingen brengen ongewilde risico's met zich mee, die te verhelpen zijn door middel van derivaatcontracten. De ijsverkoper kan een derivaatcontract aangaan, waarbij een bedrag wordt uitbetaald op koude dagen. Op deze manier wordt het omzetverlies op koude dagen gecompenseerd. De ski resort manager wil juist op warme dagen uitbetaald worden voor het omzetverlies. Beide partijen willen tegenovergestelde uitkomsten, om zich in te dekken tegen de weersverwachting. Daarom wordt een derivaatcontract opgesteld, wat resulteert in een betaling van de ijsverkoper aan de ski resort manager op warme dagen en andersom op koude dagen.

Dit voorbeeld laat het belangrijkste kenmerk van dergelijke contracten zien: derivaten zijn hoofdzakelijk bedoeld voor indekking tegen risico's. Vliegtuigmaatschappijen maken bijvoorbeeld veelvuldig gebruik van deze contracten, om zich in te dekken tegen prijsschommelingen van kerosine.

Hedendaags worden derivaten echter steeds meer gebruikt voor 'day trading', omdat hefboomen hierop toepasbaar zijn. Day-traders kopen een derivatencontract waarin een hefboom wordt toegepast op de onderliggende waarde. Ter illustratie, een hefboom van tien versterkt een koersstijging van één procent naar tien procent, maar ook een koersdaling. Bij de aankoop van aandelen is geen sprake van een onderliggende waarde, waardoor hefboomen niet toepasbaar zijn. een hefboom kan de winstgevendheid verhogen, maar ook het verlies. Dit brengt grote risico's met zich mee en is sterk speculatief.

Het risico op verlies van derivaten hangt sterk af van het type derivaat en de al dan te niet gebruikte hefboom. Om een beter beeld van deze derivaten te krijgen worden de belangrijkste type derivaten besproken, aan de hand van de volgende illustratie.



Figuur 1: visuele weergave van belangrijkste derivaten.

2.5.1 Futures

Futures zijn één van de eerste en meest gebruikte soort derivaten. Dit derivaat houdt in dat een overeenkomst wordt gesloten om een onderliggende waarde te verhandelen in de toekomst, tegen een prijs die nu vastgesteld is. Er wordt als het ware ingezet op de toekomstige prijs van de onderliggende waarde.⁴⁹ In het contract staat wat de vastgestelde prijs en de looptijd van het contract is. Het aangaan van een futures contract brengt een juridische verplichting met zich mee. Na het aangaan van het contract mag niet meer van de aankoop of verkoop worden afgezien. Dit is een wezenlijk verschil met het kopen van een aandeel, waarbij geen verplichting tot kopen of verkopen is.

Onder de futures zijn twee typen posities te onderscheiden: een long en short positie. Een long positie houdt in dat de belegger het contract koopt. Met deze aankoop behaalt men winst wanneer de prijs in de toekomst hoger uitvalt dan de vooraf afgesproken prijs (de uitoefenprijs). Het onderliggende vermogensbestanddeel is dan immers aangeschaft voor een lagere prijs dan de hedendaagse waarde. Visueel is dit in figuur 1 weergegeven onder 'long forward'. Een shortpositie houdt in dat de belegger het contract verkoopt. Hierbij speculeert de verkoper dat de prijs van de onderliggende waarde in de toekomst daalt. De verkoper behaalt winst met deze verkoop als de toekomstige prijs lager is dan de uitoefenprijs, omdat de onderliggende waarde verkocht mag worden tegen een hogere prijs dan de hedendaagse prijs. De short positie wordt weergegeven in Figuur 1 onder 'short forward'.

2.5.2 Call opties

Call opties zijn ook een vorm van derivaten. Dit type lijkt sterk op futures, maar brengt een juridische verlichting met zich mee. Bij opties is er geen koop of verkoopverplichting, maar een optie om te kopen of te verkopen. Deze juridische verlichting brengt echter wel een prijs met zich mee: de optiepremie. Dit is de prijs die men betaalt voor de optie om niet de onderliggende waarde te kopen of verkopen. Wederom kan bij call opties een long of een short positie worden ingenomen. Een long positie houdt in dat de koper de optiepremie betaalt en zo de optie krijgt om de onderliggende waarde te kopen tegen de uitoefenprijs.⁵⁰ Wanneer de toekomstige prijs hoger ligt dan de opgesomde uitoefenprijs en optiepremie, wordt de optie uitgevoerd en winst behaald. Het risico van dergelijke contracten ligt relatief laag, omdat maximaal de optiepremie wordt verloren. Visueel is deze positie weergegeven in figuur 1 onder 'long call'. Een short positie is hiervan het tegenovergestelde. De verkoper van het contract verkoopt het recht aan de koper om de onderliggende waarde te kopen tegen de uitoefenprijs.⁵¹ Hiervoor ontvangt de verkoper een optiepremie en speculeert dat de toekomstige prijs lager ligt dan de uitoefenprijs. De maximale winst die voor de verkoper is te behalen is de optiepremie, terwijl de verliezen zeer hoog kunnen liggen. Wanneer de toekomstige prijs stijgt boven de uitoefenprijs moet de verkoper immers de onderliggende waarde verkopen aan de koper. Deze verliezen kunnen aanzienlijk oplopen, wat het risico van de short positie groot maakt. Visueel is de short positie weergegeven in figuur 1 onder 'short call'.

⁴⁹ C.M.S. Sutcliffe, *Stock Index Futures*, 2018.

⁵⁰ R.C. Merton, 'Options', 1989, p. 213-218.

⁵¹ R.C. Merton, 'Options', 1989, p. 213-218.

2.5.3 Put opties

De put opties zijn tegengesteld van de call opties. In plaats van de optie om te kopen geeft de put optie het recht te verkopen. Wederom kan ten opzichte van de put optie een long of short positie ingenomen worden. Een long positie houdt in dat men de optie koopt om de onderliggende waarde tegen de uitoefenprijs te verkopen.⁵² De koper betaalt de optiepremie. Hierbij speculeert men dat de toekomstige prijs lager is dan de uitoefenprijs. Het verschil tussen de uitoefenprijs en 0 is de maximale winst die behaald kan worden en het verlies is ingeperkt tot de optiepremie. Dit maakt het risico van de long positie relatief klein. In figuur 1 is dit winstverloop visueel weergegeven onder 'long put'. De short positie brengt daarentegen meer risico met zich mee. Een short put optie houdt in dat de verkoper het recht verkoopt aan de koper om de onderliggende waarde te verkopen tegen de uitoefenprijs.⁵³ Hier verwacht de verkoper dat de toekomstige prijs hoger ligt dan de uitoefenprijs. Het verlies is maximaal het verschil tussen de uitoefenprijs en 0. De winst is maximaal de optiepremie. Dit maakt het beleggingsinstrument relatief risicovol. In figuur 1 is het winstverloop van de short put positie weergegeven onder 'short put'.

2.6 Handelsplatformen

Nu de beleggingsproducten besproken zijn wordt kort ingegaan op de handelsplatformen. Het handelsplatform is de plek waar men aandelen en derivaten koopt en verkoopt. Vroeger was dit een fysieke plek, maar hedendaags is alles elektronisch. Inmiddels is er een groot aantal van deze handelsplatformen, zoals de Giro en BinckBank. De functie van het handelsplatform is om als tussenpersoon te fungeren tussen de bedrijven en de beleggers, zodat de transacties in goede banen worden geleid. Voor elke transactie worden transactiekosten gerekend, die worden doorberekend aan de belegger. Deze transactiekosten zijn meestal een vast bedrag en hangen niet af van het aantal gekochte of verkochte aandelen. De prijs verschilt wel per beurs. Daarnaast hanteren handelsplatformen vaak een jaarlijkse vergoeding per beurs waarop je aandelen bezit. Op deze manier behaalt het handelsplatform winst. Actieve beleggers maken door het grotere aantal transacties meer kosten dan de passieve belegger.

2.7 Samenvatting

In dit hoofdstuk is antwoordt gegeven op de deelvraag:

“Hoe werkt de aandelen en derivatenmarkt en welke informatie en analyses hebben beleggers nodig voor het aanschaffen van aandelen en derivaten?”

Zo is de aandelenmarkt de markt waarop aandelen en derivaten verhandeld worden, met een handelsplatform als tussenpersoon. Deze markt is uitgebreider geworden door de komst van verschillende beleggingsinstrumenten en de elektronisering van handelsplatformen. Aandelen en derivaten verschillen zowel in economische als in juridische zin. Zo brengen derivaten meer juridische verplichtingen met zich mee.

Beleggers trachten aandelenkoersen te voorspellen aan de hand van analysemethoden zoals: de fundamentele en technische analysemethode. Door de elektronisering van handelsplatformen, het toenemende aanbod in data en computerprogramma's wordt de technische analysemethode populairder onder beleggers. Deze analysemethode is veelal gericht op de korte termijn en tracht

⁵² R.C. Merton, 'Options', 1989, p. 213-218.

⁵³ R.C. Merton, 'Options', 1989, p. 213-218.

door middel van statistiek en prijsfluctuaties uit het verleden de koers te voorspellen. Gekochte aandelen worden vaak dezelfde dag verkocht. Dit wordt ook wel 'day trading' genoemd. Door middel van derivaten proberen beleggers de winst te verhogen, mede door hefboomen. Dit brengt echter grote risico's met zich mee. De fundamentele methode staat tegenover de technische methode en tracht de koers te voorspellen door middel van micro- en macro-economische factoren. Deze methode is veelal gericht op de lange termijn, een vorm van passief beleggen.

Aan de hand van dit hoofdstuk wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op het onderscheid tussen de passieve en actieve belegger.

3: De behandeling van beleggingen in de inkomstenbelasting

3.1 Inleiding

Dit hoofdstuk beschrijft de huidige fiscale behandelingen van beleggingen. Deze behandelingen spelen zich voornamelijk af in box 3 van de Wet IB. Voordat dieper wordt ingegaan op deze box, wordt de grondslag van de Wet IB, het draagkrachtbeginsel, besproken. Vervolgens wordt de structuur van de inkomstenbelasting en het gesloten boxenstelsel toegelicht. Ten slotte wordt ingegaan op de fiscale behandeling van beleggingen in de boxen.

3.2 Draagkrachtbeginsel

3.2.1 Inleiding draagkrachtbeginsel

Bij belastingheffing is van belang hoe de belastinglast wordt verdeeld onder belastingplichtigen. In de inkomstenbelasting is dit verdelingsvraagstuk gebaseerd op het draagkrachtbeginsel; de sterkste schouders dragen de zwaarste lasten. Dit houdt in dat belasting zodanig mag worden geheven, dat voor ieder 'het te derven kwantum genot of behoeftenbevrediging evenredig zij aan het totale bereikbare kwantum voor de belastingheffing'.⁵⁴ Oftewel, er wordt geheven op basis van ieders financiële draagkracht. Hierbij dient op basis van het draagkrachtbeginsel het noodzakelijke levensonderhoud niet in aanmerking te worden genomen.⁵⁵ Het uitsluiten daarvan gebeurt via de algemene heffingskorting.

3.2.2 Het fiscale inkomensbegrip

Inkomen, vermogen en consumptie zijn aangrijpingspunten voor belastingheffing volgens het draagkrachtbeginsel. Van deze aangrijpingspunten is inkomen het meest gebruikt in belastingsystemen. Omtrent dit fiscale inkomensbegrip bestaan er echter verschillende theorieën:

- De verbruikstheorie: inkomen is al hetgeen dat kan worden gebruikt;
- De periodiciteitstheorie: inkomen is alles dat periodiek uit een permanente bron voortkomt;
- De bronnentheorie: inkomen is alles dat uit een bron van inkomen voortkomt;
- De opbrengsttheorie: inkomen is alles dat uit deelname aan het productieproces voortkomt;
- De vermogensvermeerderingstheorie: inkomen zijn alle vermogenstoenames.⁵⁶

Al deze theorieën stellen andere factoren ter grondslag voor het fiscale begrip inkomen. In Nederland is het fiscale inkomensbegrip gebaseerd op de bronnentheorie.

Door de komst van de vermogensrendementsheffing in de Wet IB 2001, is een nuancering aangebracht op dit fiscale inkomensbegrip. Zo was het fiscale inkomensbegrip onder de Wet IB 1964 uitsluitend gebaseerd op de bronnentheorie.⁵⁷ Dit houdt in dat alleen belasting wordt geheven wanneer er sprake is van een bron van inkomen. Dit is het geval wanneer er deelname aan het economische verkeer is, er een voordeel wordt beoogd en dit voordeel redelijkerwijs te verwachten is. Hierbij worden 'arbeid' en 'kapitaal' beschouwd als de hoofdbronnen, waarvan de vruchten inkomen zijn.⁵⁸ Door dit bronnenstelsel werden in de Wet IB 1964 inkomsten uit vermogen belast,

⁵⁴ W.J. de Langen, 'Grondbeginselen van ons belastingstelsel', 1950, p. 5.

⁵⁵ L.W.D. Wijtvliet, *WFR 2021/58*.

⁵⁶ J.P. Boer, *NtFR 2015/759*.

⁵⁷ Commentaar NDFR, Wet IB 2001, artikel 1.1.

⁵⁸ J.P. Boer, *NtFR 2015/759*.

maar gerealiseerde waardeinstijgingen niet. Dit zorgde ervoor dat vermogen veelal werd ondergebracht in beleggingsproducten die onbelaste waardeinstijgingen kunnen opleveren, zoals aandelen. Door de komst van de vermogensrendementsheffing in box 3 is dit onderscheid tussen belaste inkomsten en onbelaste waardeinstijgingen verdwenen. Onder de Wet IB 2001 worden immers alle vermogensmutaties in box 3 als inkomen beschouwd, een uitbreiding van het fiscale inkomensbegrip ten opzichte van de Wet IB 2001.

3.2.3 Progressief tarief

De gedachte dat de sterkste schouders de zwaarste lasten dragen uit zich veelal in het progressieve tarief, doordat volgens deze gedachte 'een stijging van draagkracht gepaard gaat met een stijging in totale behoeftebevrediging en dermate het ter zake van belasting te brengen offer'.⁵⁹ Naarmate het inkomen stijgt resulteert een extra euro inkomen tot een kleinere stijging in behoeftebevrediging ten opzichte van de behoeftebevrediging van een extra euro bij een laag inkomen. Dit wordt ook wel de leer van het afnemend grensnut genoemd. Hierdoor dient de belastingdruk bij een hoger inkomen zwaarder te zijn; dit kan door toepassing van een progressief tarief.

Hoe essentieel een progressief tarief is, staat ter discussie. Zo zijn er voorstanders van een vlaktaks op arbeidsinkomsten in box 1.⁶⁰ Dit verlicht de uitvoering van belastingheffing voor de Belastingdienst en de administratieve lasten voor burgers.⁶¹ Bovendien waarborgt een heffingsvrije voet een licht progressief karakter.

Dit lichte progressieve karakter wordt vaak onterecht gerelateerd aan de Benthamse progressie theorie. Deze theorie stelt dat een belastingvrije voet en een proportioneel tarief een steeds zwakker wordende progressie in het effectieve tarief veroorzaakt.⁶² Hierbij dient echter de belastingvrije voet gebaseerd te zijn op het bestaansminimum, hetgeen bijvoorbeeld niet het geval is bij het heffingsvrije vermogen van box 3. Bovendien is alleen sprake van Benthamse progressie wanneer daadwerkelijk een proportioneel tarief wordt gehanteerd. In box 3 wordt daarentegen een degressief tarief gehanteerd wanneer gekeken wordt naar werkelijke rendementen.⁶³

Momenteel wordt in box 1 de zogenaamde 'sociale vlaktaks' gehanteerd.⁶⁴ Dit is een vlaktaks bestaande uit twee schijven. Voor een belastingplichtige onder de AOW leeftijd resulteert dit in een tweeschijvenstelsel, doordat de inkomstenbelasting in schijf 1 en de premie volksverzekeringen zorgt voor een effectief tarief van 37,05%. Voor een belastingplichtige boven de AOW leeftijd is sprake van drie schijven, doordat geen AOW premies betaald hoeven te worden. Het huidige demissionaire kabinet tracht met het tweeschijvenstelsel de middenklasse tegemoet te komen, doordat er in tegenstelling tot bij een progressief tarief, sprake is van eenzelfde effectief tarief voor de middelinkomens van 0 tot 68.507 euro.

⁵⁹ D.A. Albrechtse, *Cursus Belastingrecht Archief 2017/ IB.2.3.2.A.*

⁶⁰ R.H.J.M. Gradus, *WFR 2019/58.*

⁶¹ D.A. Albrechtse, *Cursus Belastingrecht Archief 2017/ IB.2.3.2.A.*

⁶² S.M.H. Dusarduijn FB, *Vermogensrendementsheffing 2010/4.4.3.3.*

⁶³ Toelichting in paragraaf 3.3.3 Box 3.

⁶⁴ H. van Ruiten, *V-N 2020/7.0.*

3.2.4 Subjectieve draagkracht

In de inkomstenbelasting wordt eveneens rekening gehouden met factoren die invloed hebben op de persoonlijke draagkracht. Dit wordt ook wel de subjectieve draagkracht genoemd.⁶⁵ Zo kent de inkomstenbelasting bijvoorbeeld een partnerbegrip. Het hebben van een fiscale partner biedt de mogelijkheid om gemeenschappelijke inkomensbestanddelen vrij te verdelen, dat invloed heeft op de persoonlijke draagkracht. Daarnaast kent de inkomstenbelasting een persoonsgebonden aftrek die afhangt van persoonlijke factoren zoals alimentatieverplichtingen en specifieke zorgkosten.⁶⁶

3.2.5 Inbreuken draagkrachtbeginsel

Op het draagkrachtbeginsel wordt inbreuk gedaan in de huidige inkomstenbelasting. Ten eerste is de algemene heffingskorting inkomensafhankelijk geworden en ligt deze onder het sociale minimum.⁶⁷ Dit is niet in lijn met de gedachte dat het noodzakelijke levensonderhoud wordt uitgesloten van belastingheffing.

Daarnaast is er kritiek op het huidige box 3 systeem, doordat het draagkrachtbeginsel niet wordt nageleefd wanneer wordt gekeken naar werkelijke rendementen. In paragraaf 3.3.3 wordt hier dieper op ingegaan.

Een belastingplichtige kan zich echter niet beroepen op het draagkrachtbeginsel om inbreuken tegen te gaan. Ter illustratie, wanneer een belastingplichtige van mening is dat zijn minimale kosten van levensonderhoud aftrekbaar moeten zijn op basis van het draagkrachtbeginsel, is dit juridisch niet gegrond. Dit beroep op het draagkrachtbeginsel faalt, doordat het de wetgever niet vrijstaat de wet in formele zin aan beginselen te toetsen.⁶⁸

3.3 Structuur Wet IB 2001

3.3.1 Inleiding

In deze paragraaf wordt de structuur van de Wet IB 2001 toegelicht. Op grond van art. 1.1 Wet IB wordt onder de naam inkomstenbelasting een belasting geheven van natuurlijke personen. Als maatstaf geldt het inkomen. Natuurlijke personen zijn binnenlandse of buitenlandse belastingplichtigen, waarbij de grondslag van inkomen verschilt. Bij binnenlandse belastingplichtigen wordt het wereldinkomen in de heffing betrokken en bij buitenlandse belastingplichtigen het inkomen dat in Nederland wordt genoten. Zodoende is deze belasting in beginsel individueel: ieder natuurlijk persoon wordt belast naar zijn of haar inkomen.⁶⁹

Wel is het voor fiscale partners⁷⁰ mogelijk, op grond van art. 2.17 lid 2 Wet IB, om gemeenschappelijke inkomensbestanddelen en het gezamenlijk vermogen van box 3 vrij toe te rekenen aan een ieder van het fiscale partnerschap. Op deze manier kan een optimale verdeling zorgen voor relatief minder belasting.

Voor het belasten van inkomsten is gekozen voor een gesloten boxenstelsel. Dit boxenstelsel houdt in dat inkomen gecategoriseerd wordt in drie verschillende boxen. Box 1 is voor het belastbaar

⁶⁵ M.J. Hoogeveen, *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.2.3.1.B.*

⁶⁶ Commentaar NDFR, Wet IB 2001, artikel 1.1.

⁶⁷ A.J. van Lint, *NtFR 2016/312.*

⁶⁸ F.J. Elswier, *Fiscale monografieën nr. 1532018/2.9.2.1.*

⁶⁹ D.A. Albregtse, *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.1.0.1.A.*

⁷⁰ Art. 5 AWR; bijvoorbeeld de echtgenoot of wanneer een samenlevingscontract is aangegaan.

inkomen uit werk en woning, box 2 voor het inkomen uit aanmerkelijk belang en box 3 voor het inkomen uit sparen en beleggen. Deze boxenstructuur houdt in dat vermogensbestandsdelen die in box 1 of box 2 belast of vrijgesteld worden, niet meer opgenomen worden in de heffing van box 3. Dit wordt ook wel de rangorderegeling genoemd.

Elke box kent een eigen grondslag voor het belastbare inkomen en tariefstructuur. De grondslag is hierbij gebaseerd op werkelijke inkomsten of forfaitair bepaald. In de volgende paragrafen wordt ingegaan op de structuur van deze boxen. Vervolgens wordt in paragraaf 3.4 toegelicht dat vermogenswinsten verschillend belast worden naar gelang ze in een andere box terecht komen. Ten slotte wordt besproken hoe een belegger keuzemogelijkheden heeft om vermogenswinsten in een bepaalde box te belasten.

3.3.2 Box 1

Op grond van art. 3.1 lid 1 Wet IB wordt in box 1 het inkomen uit werk en woning verminderd met de te verrekenen verliezen uit werk en woning belast. Het belastbare inkomen wordt berekend aan de hand van verschillende inkomensbronnen en aftrekposten. Zo omvatten de inkomensbronnen op grond van art. 3.1 Wet IB: de belastbare winst uit onderneming, het belastbare loon, het belastbare resultaat uit overige werkzaamheden, de belastbare periodieke uitkeringen en verstrekkingen, belastbare inkomsten uit eigen woning, negatieve uitgaven voor inkomensvoorzieningen en de negatieve persoonsgebonden aftrekposten, verminderd met de aftrek wegens geen of geringe eigenwoningsschuld, uitgaven voor inkomensvoorzieningen en de persoonsgebonden aftrek. Daarnaast gelden voor ondernemers⁷¹ in de winst uit onderneming sfeer aanvullende grondslag verminderende posten zoals de MKB-winstvrijstelling, de ondernemersaftrek en de terbeschikkingstellingsvrijstelling⁷².

De inkomstenbelasting volgt een vast stramien waarbij inkomen toegewezen wordt aan een inkomensbron. Ter illustratie: wanneer geen sprake is van winst uit onderneming wordt gekeken of het inkomen belastbaar loon en vervolgens een resultaat uit overige werkzaamheden is. In de onderstaande opsomming worden kort de begrippen winst uit onderneming, belastbaar loon en resultaat uit overige werkzaamheden toegelicht.

- In art. 3.2 Wet IB wordt gedefinieerd dat de winst uit onderneming gelijk is aan het gezamenlijke bedrag van de winst die de belastingplichtige als ondernemer geniet uit een of meer ondernemingen, verminderd met de ondernemersaftrek en MKB-winstvrijstelling is. Er moet voor deze categorie derhalve sprake zijn van een ondernemer met een onderneming.⁷³
- De tweede categorie is het belastbaar loon. Art. 3.80 Wet IB stelt dat dit het loon verminderd met de reisafrek is. Deze categorie gaat gepaard met de loonbelasting, een voorheffing op de inkomstenbelasting. Meestal houdt de werkgever loonbelasting in op het loon van de werknemer en draagt dit af.⁷⁴ De werknemer mag vervolgens de loonbelasting verrekenen met de verschuldigde belasting over het inkomen.

⁷¹ Art 3.4 Wet IB.

⁷² Art. 3.99b Wet IB.

⁷³ Op grond van art. 3.3 lid 1 onderdeel a vallen medegerechtigden tevens in de winst uit onderneming sfeer.

⁷⁴ In enkele gevallen is de werkgever geen inhoudingsplichtige.

- De laatste categorie is het resultaat uit overige werkzaamheden. Op grond van art. 3.90 Wet IB is dit het gezamenlijke bedrag van het resultaat uit een of meer werkzaamheden die geen belastbare winst of belastbaar loon genereren, verminderd met de terbeschikkingstellingsregeling. Deze categorie is bedoeld als 'overige' categorie om werkzaamheden die niet als winst uit onderneming of loon aangemerkt worden, te kunnen belasten. Zo vallen deze werkzaamheden niet tussen wal en schip. In de wettekst is het begrip werkzaamheid niet gedefinieerd, maar wel in de memorie van toelichting. Er is volgens de memorie van toelichting sprake van een werkzaamheid wanneer enige vorm van arbeid wordt verricht in het economisch verkeer, die gericht is op het behalen van een geldelijk voordeel en die niet aan te merken is als winst uit onderneming of als loon uit dienstbetrekking.⁷⁵ Een voorbeeld is het verrichten van freelance werkzaamheden.⁷⁶

3.3.3 Box 2

Op grond van art. 4.1 Wet IB wordt in box 2 het inkomen uit aanmerkelijk belang verminderd met de te verrekenen verliezen uit aanmerkelijk belang belast. Er is sprake van een aanmerkelijk belang wanneer de belastingplichtige, al dan niet tezamen met zijn partner, een 5% (of groter) aandeel heeft in: geplaatst aandelenkapitaal, rechten om aandelen te verwerven, winstbewijzen met betrekking op de jaarwinst of stemmen in de algemene vergadering.⁷⁷ Art. 4.12 Wet IB stelt dat het inkomen uit aanmerkelijk belang het gezamenlijke bedrag is van de reguliere voordelen verminderd met aftrekbare kosten en voordelen die worden behaald bij vervreemding van een aanmerkelijk belang. Reguliere voordelen zijn voordelen afkomstig uit tot een aanmerkelijk belang behorende aandelen of winstbewijzen. Dit zijn bijvoorbeeld dividenden en royalty's. Op grond van art. 2.14 Wet IB wordt het belastbare inkomen belast tegen een proportioneel tarief van 26,9%

Particuliere beleggers komen veelal niet in box 2 terecht, doordat 5% van het aandelenkapitaal een aanzienlijke investering vergt.⁷⁸ Een heffing in box 2 treedt meestal op bij belastingplichtigen met een eigen BV⁷⁹ Deze belastingplichtigen komen tevens in aanraking met de vennootschapsbelasting (hierna: VPB) en de dividendbelasting (hierna: DVB). Zo wordt op basis van art. 22 VPB de behaalde winst in de BV voor de eerste 245.000 euro tegen 15% en het restant tegen 25% belast. Wanneer deze belaste winst als dividend aan de aandeelhouder uitgekeerd wordt, houdt de BV op grond van art. 7 DVB lid 1 dividendbelasting in. De ingehouden dividendbelasting mag verrekend worden met de verschuldigde belasting in box 2, wanneer de belastingplichtige uiteindelijk gerechtigde is tot het opbrengst.⁸⁰ Op deze manier fungeert de dividendbelasting als een voorheffing en drukt netto niet op de totale verschuldigde belasting. Het gezamenlijke tarief van de VPB en box 2 resulteert tot 245.000 euro in een gecombineerd tarief van 37,87% en vanaf 245.00 in 45,18%.⁸¹

In het huidige boxenstelsel biedt box 2 de mogelijkheid om belasting uit te stellen op vermogenswinsten. Zo kan een directeur-groootaandeelhouder (hierna: DGA) belastingheffing uitstellen door dividend niet uit te keren. Dit is een voordeel ten opzichte van de andere boxen. Van

⁷⁵ MvT, Kamerstukken II 1998/99, 26 727, nr. 3, p. 132.

⁷⁶ M.J. Hooegeven, *Cursus Belastingrecht Archief 2017/ IB.3.4.1.B.*

⁷⁷ Art. 4.6 Wet IB.

⁷⁸ Tenzij sprake is van een start-up. Hier is een aanmerkelijk belang meer voorkomend.

⁷⁹ Deze belegger hebben veelal een (bijna) 100% belang in de eigen BV.

⁸⁰ Art 9.2 lid 1 onderdeel b Wet IB.

⁸¹ $(85\% * 26,9\%) + 15\%$ en $(75\% * 26,9\%) + 25\%$

dit voordeel kan een DGA tevens gebruik maken in de beleggings sfeer. Een DGA heeft immers keuzemogelijkheid om te beleggen via de eigen BV in box 2 of in de privésfeer van box 3. In de paragraaf 'fiscale behandeling beleggingen box 2' wordt hier dieper op ingegaan.

3.3.4 Box 3

Op grond van art. 5.1 Wet IB wordt in box 3 het inkomen uit sparen en beleggen verminderd met de persoonsgebonden aftrek belast. Deze belastingheffing vindt plaats op de rendementsgrondslag van peildatum 1 januari van het jaar waarover belasting wordt gegeven. Art. 5.3 lid 1 Wet IB stelt dat de rendementsgrondslag de waarde van de bezittingen verminderd met de waarde van de schulden is. Bezittingen zijn in art. 5.3 lid 2 Wet IB gedefinieerd.⁸² Op grond van art. 5.3 lid 3 Wet IB zijn schulden verplichtingen met waarde in het economische verkeer, zoals een negatief saldo op een bankrekening. Door de rangorde regeling worden vermogensbestanddelen die reeds in box 1 of 2 vallen niet meegenomen in de rendementsgrondslag. Een voorbeeld hiervan is de eigen woning in box 1.

Op basis van deze rendementsgrondslag wordt het voordeel uit sparen en beleggen bepaald. In tegenstelling tot de andere boxen wordt dit voordeel forfaitair vastgesteld, vanuit de gedachte dat altijd een bepaald nettorendement behaald wordt met tot de rendementsgrondslag behorende vermogensbestanddelen.⁸³ Sinds 2017 heeft deze forfaitaire heffing een progressief karakter gekregen, doordat wordt aangenomen dat naarmate het vermogen groter is, het rendement op vermogen hoger is. Daarnaast wordt er onderscheid gemaakt in rendementsklasse I: sparen en rendementsklasse II: beleggen⁸⁴. Bij deze rendementsklassen wordt geacht dat sparen een fictief rendement van 0,03% oplevert en beleggen een fictief rendement van 5,69%. In de huidige box 3 zijn er drie schijven voor het berekenen van de rendementsgrondslag, waarbij rekening dient te worden gehouden met het heffingsvrije vermogen van 50.000 euro⁸⁵. Schijf 1 is voor het belastingen van vermogen tot 50.000, schijf 2 van 50.000 tot 950.000 en schijf 3 vanaf 950.000.⁸⁶ In schijf 1 wordt vanuit gegaan dat respectievelijk 67% en 33% van het vermogen gespaard en belegd wordt. In schijf 2 is dit respectievelijk 21% en 79% en in schijf 3 0% en 100%.

Naarmate het vermogen toeneemt wordt aangenomen dat het beleggingsvermogen toeneemt, resulterend in een hoger forfaitair rendement. Deze verhouding van rendementsklassen wordt ook wel de vermogensmix genoemd en baseert de wetgever op de gemiddelde vermogensverhouding van alle belastingplichtigen.⁸⁷ Het fictieve rendement van 0,03% in rendementsklasse I wordt berekend door het actuele gemiddelde werkelijke rendementen op spaargeld te nemen over de meest beschikbare periode van 12 maanden (t-2 en t-1). Dit wordt beïnvloed door de rentestand. Het tarief van de rendementsklasse II baseert het huidige demissionaire kabinet op een meetkundig gemiddelde. Hierin weegt het langetermijnrendement van het voorgaande jaar voor 14/15^e deel mee en het jaarrendement van het daaraan voorafgaande jaar voor 1/15^e deel.

⁸² Onroerende zaken, rechten met betrekking op onroerende zaken, roerende zaken die hoofdzakelijk als belegging dienen, rechten op roerende zaken, rechten die niet op zaken betrekking hebben waaronder geld en overige vermogensrechten met waarde in het economisch verkeer.

⁸³ L.G.M. Stevens, *Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale Handboeken nr. 2) 2020/10.1*.

⁸⁴ Omvat alle overige bezittingen naast spaargeld.

⁸⁵ Art 5.5 Wet IB.

⁸⁶ Art 5.2 lid 1 Wet IB.

⁸⁷ Brief Staatssecretaris van Financiën van 18 mei 2020, nr. 2020-0000094149.

In dit langetermijnrendement zijn rendementen van aandelen, obligaties en onroerende zaken afzonderlijk berekend. Deze worden ook afzonderlijk jaarlijks herijkt. Het Ministerie van Financiën ontleent data voor rendementen op aandelen aan de MSCI-index voor Europa, voor onroerende zaken aan het CBS-prijnsindexcijfer en voor obligaties aan de DNB-statistiek. Na het berekenen van het belastbare inkomen uit sparen en beleggen wordt geheven. Op grond van art. 2.13 Wet IB gebeurt dit tegen een proportioneel tarief van 31%.

Op deze forfaitaire benadering is echter kritiek. Zo heeft het IMF een rapport uitgebracht over het Nederlandse belastingstelsel, waar ingegaan wordt op box 3.⁸⁸ In dit rapport wordt gesteld dat box 3 een groot nadelig effect heeft op de lage inkomensklasse. Zo heeft deze inkomensklasse veelal een voorkeur voor risicovrije beleggingsproducten met een laag rendement. De hoge inkomensklasse daarentegen kan financieel advies veroorloven, dat het rendement doet toenemen. Dit verschijnsel wordt te gering gecompenseerd door het licht progressieve tarief in box 3. Hierdoor ontstaat per saldo een sterk regressief effect in box 3, dat inkomensongelijkheid stimuleert. Hiernaast ligt het IMF toe dat de heffing in box 3 de automatische stabilisatie van de economie tegenwerkt. Zo stijgt het effectieve tarief op werkelijke rendementen in tijden van recessie en daalt in tijden van economische groei. Dit zorgt voor een versterkend effect in plaats van een neutraliserend effect.

Ten tweede heeft de wetgever weinig fundamentele onderbouwing voor een forfaitaire heffing. Vooral de relatie van vermogensrendementsheffing met het bronbegrip is nauwelijks toegelicht.⁸⁹ Het uitgangspunt in box 3 is immers dat alle bezittingen in economische zin een rendement opleveren. Dit gaat voorbij aan het vraagstuk of een voordeel wordt beoogd en of sprake is van deelname aan het economische verkeer, hetgeen vereisten zijn voor een bron van inkomen.

Ten slotte is kritiek op het tarief van box 3. Ten eerste wekt de heffingsvrije voet en het proportionele tarief van 31% de schijn alsof sprake is van een licht progressief karakter. Wanneer de verschuldigde belasting echter afgezet wordt tegenover het werkelijk behaalde rendement, daalt het tarief naarmate inkomen uit vermogen stijgt.⁹⁰ Ter illustratie, wanneer een belegger een rendement behaalt van 20% op zijn beleggingen van 80.000 euro, uitgaande van geen ander vermogen, wordt een werkelijk rendement van 16.000 euro behaald. Rekening houdend met het heffingsvrij vermogen wordt dit belast voor $((67\% * 46.000 * 0,03\%) + (33\% * 46.000 * 5,67\%)) * 31\% = 269,69$ euro. Dit resulteert in een tarief van $269,69/16.000 = 1,69\%$. Wanneer het werkelijke rendement echter 5% is op de beleggingen, ligt het tarief op 4,99% ($199,33/4.000$). Wanneer derhalve gekeken wordt naar werkelijke rendementen is in feite sprake van een degressief tarief dat niet in lijn is met het draagkrachtbeginsel. Het draagkrachtbeginsel vereist immers dat de meest vermogende de zwaarste lasten dragen, gebaseerd op werkelijke rendementen. Wanneer wordt uitgegaan van forfaitaire rendementen is enkel sprake van progressie.

Door de komst van de rendementsklassen is dit degressieve effect afgenomen ten opzichte van vóór 2017, maar de forfaitaire benadering blijft een spanningspunt voor de naleving van het draagkrachtbeginsel. De huidige lage rente zorgt tevens voor meer nadeel bij laag vermogende die veelal spaargeld hebben. Deze vermogensklasse heeft immers minder werkelijk rendement. Dit

⁸⁸ A. D. Klemm, S. Hebous, C. J. Waerzeggers, IMF No. 2021/145, 27 mei 2021.

⁸⁹ L.G.M. Stevens, *Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale Handboeken nr. 2) 2020/10.1*.

⁹⁰ M.J. Hoogeveen, *Cursus Belastingrecht 2021/IB.2.3.4*.

verhoogt de box 3 heffingsdruk en kan zorgen voor een jaarlijkse krimp van het box 3 vermogen. Hierdoor wordt sparen ontmoedigd en daalt het toekomstig besteedbaar inkomen als mensen sparen. Door het verhogen van de heffingsvrije voet in 2021 is de wetgever deze vermogensklasse tegemoet gekomen.

Ten tweede is kritiek op het feit dat geen tegenbewijs wordt toegelaten. Wanneer sterke afwijkingen van het forfaitair bepaalde rendement aantoonbaar zijn aan de wetgever, wordt dit niet in aanmerking genomen.⁹¹ Ten derde is het verrekenen van verliezen in box 3 niet mogelijk, doordat de heffingsgrondslag niet negatief kan zijn. Ten slotte zorgt de forfaitaire heffing tot sfeerovergang constructies.⁹² Wanneer het werkelijke rendement op het vermogensbestanddeel hoger is dan het forfaitaire rendement kan het onderbrengen in box 3 gunstig zijn. Andersom kan het gunstiger zijn om deze vermogensbestanddelen naar box 1 of 2 over te hevelen. Bijvoorbeeld door de beleggingen aan te kopen in je onderneming.

Al met al blijft box 3 een veelbesproken box met kritiek. Een heffing op basis van werkelijk rendement is het meest in lijn met het draagkrachtbeginsel, maar lastig uitvoerbaar. Zo gaat een stelsel op basis van werkelijk rendement ten koste van elementen als de vooraf ingevulde aangifte, lage administratieve lasten, eenvoud en de reikwijdte van de grondslag.⁹³

In een heffing op basis van werkelijk rendement is een onderscheid te maken tussen twee systemen: heffing op basis van vermogensaanwas of op basis van vermogenswinst. Wanneer sprake is van vermogensaanwasbelasting wordt geheven op basis van de waardeinstijging van vermogensbestanddelen. Hier maakt het niet uit of sprake is van verkoop. Bij de vermogenswinstbelasting daarentegen wordt bij verkoop van het vermogensbestanddeel de gerealiseerde winst belast. Het huidige demissionaire kabinet streeft ernaar om op termijn over te stappen op een van deze heffingssystemen.⁹⁴ Vooralsnog vindt het demissionaire kabinet dat de nadelige elementen te zwaar opwegen tegen de voordelen, om over te stappen op een heffing op basis van werkelijk rendement. Wel is er onlangs een extern onderzoek naar de mogelijkheden van een heffing op basis van het werkelijke rendement uitgevoerd.⁹⁵ In hoofdstuk 5 wordt hier dieper op ingegaan.

3.4 Fiscale behandeling van beleggingen

3.4.1 Inleiding

Nu een duidelijk beeld van box 1 en 3 is gegeven, wordt dieper ingezoomd op de fiscale behandeling van beleggingen. Deze vermogensbestanddelen vallen voor particuliere beleggers meestal in box 3, doordat de inkomensstroom niet aan box 1 of 2 wordt toegewezen. Er zijn echter wel situaties waarin beleggingen in box 1 of 2 belast worden. In de volgende paragraaf worden een aantal situaties met betrekking tot deze boxen toegelicht.

⁹¹ A.J.M. Arends, *Cursus Belastingrecht IB.5.0.7.B.*

⁹² A.J.M. Arends, *Cursus Belastingrecht IB.5.0.7.B.*

⁹³ Staatssecretaris van Financien, *V-N 2019/22.5.*

⁹⁴ Kamerstukken II 35577, nr. 6.

⁹⁵ PwC, 'Onderzoek naar praktische uitvoerbaarheid box 3-heffing op basis van werkelijk rendement', 13 april 2021.

3.4.2 Fiscale behandeling beleggingen box 1

Een ondernemer met een eenmanszaak kan ervoor kiezen om aandelen ter belegging aan te kopen in zijn onderneming. Dit wordt ook wel zakelijk vermogensbeheer genoemd. Wanneer een ondernemer hier voor kiest, vallen de aandelen in box 1 in de winst uit onderneming sfeer. Hier is echter wel de regel aan verbonden dat alleen mag worden belegd als de aandelen verworven zijn binnen het kader van normale bedrijfsuitoefening, tenzij sprake is van tijdelijk overtollige liquide middelen in de eenmanszaak.^{96, 97} Dit houdt in dat de belegde middelen tijdig weer in de onderneming beschikbaar zijn.⁹⁸ Wanneer dit niet het geval is wordt geacht dat de aangekochte aandelen in de privésfeer vallen in box 3.

De ondernemer heeft hier dus een keuzemogelijkheid om belast te worden tegen werkelijk rendement in box 1, wanneer sprake is van overtollige liquide middelen, of een forfaitair rendement in box 3. Fiscaal gezien is box 3 gunstig wanneer verwacht wordt dat een hoog rendement op de beleggingen wordt gehaald. Er wordt dan immers belast tegen een lager forfaitair tarief dan het werkelijke rendement. Wanneer een laag rendement wordt verwacht of de risicoverwachting hoog ligt kan een heffing in box 1 gunstig zijn. Immers wordt het lage rendement laag belast en mogen eventuele verliezen, in tegenstelling tot box 3, verrekend worden.

Bovendien kunnen beleggingen een rol spelen in de resultaat uit overige werkzaamheden sfeer. Wanneer een particuliere belegger een onroerende zaak aanschafft, valt dit onder resultaat uit overige werkzaamheid, wanneer de aard en omvang van de werkzaamheden van de belastingplichtige meer omvatten dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is en het doel is om een hoger rendement te behalen dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is.⁹⁹ Er moet derhalve sprake zijn van een dergelijke vorm van actief beleggen waar arbeid wordt verricht. Een belegger in aandelen komt echter niet in de resultaat uit overige werkzaamheden sfeer terecht, ook al wordt er een dergelijke vorm van actief beleggen getoond. Zo oordeelde het hof in 2011 dat de belanghebbende niet zijn negatieve resultaat uit beleggen als resultaat uit overige werkzaamheden mag aanmerken, ondanks de vele werkzaamheden die belanghebbende verrichtte.¹⁰⁰ In het volgende hoofdstuk wordt hier dieper op ingegaan.

3.4.3 Fiscale behandeling beleggingen box 2

Een DGA heeft de optie om te beleggen via de eigen BV, dat voordelen met zich meebrengt. Dit voordeel uit zich ten eerste in de keuzemogelijkheid om het werkelijk rendement te laten belasten in box 2 of het forfaitaire rendement in box 3. Wanneer gekozen wordt voor box 2 is sprake van zakelijk vermogensbeheer, waarbij in tegenstelling tot een box 1 ondernemer, geen regeling is omtrent het enkel beleggen met tijdelijk overtollige liquiditeiten.

Bij het beleggen in de eigen BV wordt het werkelijk behaalde rendement opgeteld bij het resultaat van de BV. In dit principe ligt het tweede voordeel van beleggen in box 2. Een box 2 aanhouder kan immers VPB uitstellen door de vermogenswinst niet te realiseren.¹⁰¹ Zolang geen realisatie

⁹⁶ HR 15 september 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA2860.

⁹⁷ Hof Arnhem-Leeuwarden 18 september 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:8253.

⁹⁸ HR 15 september 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA2860.

⁹⁹ HR 17 augustus 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC5731.

¹⁰⁰ HR 9 september 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, *V-N 2011/43.13*.

¹⁰¹ Aangeschafte aandelen worden aangehouden in plaats van verkocht.

plaatsvindt, dient geen heffing vennootschapsbelasting betaald te worden, een wezenlijk verschil ten opzichte van box 3. Wanneer er realisatie van de vermogenswinst plaatsvindt biedt zich een tweede uitstelmogelijkheid, hetgeen het derde voordeel vormt. Een DGA kan immers heffing van box 2 uitstellen door geen dividend uit te keren. In feite beslist een DGA zelf wanneer VPB en box 2 heffing plaatsvindt.

Daarnaast vormt de keuzemogelijkheid tussen box 2 en 3 een voordeel omtrent het risicoprofiel van de DGA. Zo is een risico-averse¹⁰² DGA gunstiger af in box 2, doordat de relatief laag behaalde rendementen tegen werkelijke waarde belast worden. Een dergelijke strategie is in box 3 minder efficiënt, doordat forfaitair belast wordt. Daarentegen is beleggen in de privésfeer interessanter wanneer verwacht wordt dat een hoog rendement behaald gaat worden.

Ten slotte is van belang om te belichten dat de belegger ervoor kan kiezen om een deel in box 2 en een deel in box 3 te beleggen. Dit zorgt ervoor dat het heffingsvrije vermogen in box 3 tevens benut wordt. Dit wordt ook wel boxen-arbitrage genoemd.

Op deze voordelen geeft het IMF kritiek.¹⁰³ Zo licht het IMF toe dat veelal mensen van de hoge inkomensklasse een eigen BV bezitten of het geld bezitten om een BV op te richten. Dit trekt de voordelen van de behandeling van beleggingen in box 2 naar de hoge inkomensklasse, dat de inkomensongelijkheid doet toenemen. Daarnaast ligt het IMF toe dat door het aanhouden van winsten in de BV het rente op rente effect wordt versterkt. Dit houdt in dat door dividend niet uit te keren, maar te herinvesteren, een versterkend effect op rendementen ontstaat. Dit effect is sterker dan de aanvullende verschuldigde belasting in de VPB bij een hogere winst.¹⁰⁴

3.5 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de deelvraag:

“Hoe worden beleggingen behandeld in de inkomstenbelasting?”

Zo wordt er in de inkomstenbelasting een gesloten boxenstelsel gehanteerd, bestaande uit 3 boxen. In box 1 wordt het inkomen uit werk en woning belast, verminderd met de te verrekenen verliezen uit werk en woning. In deze box wordt inkomen gecategoriseerd in winst uit onderneming, belastbaar loon en resultaat uit overige werkzaamheden. Box 2 omvat het inkomen uit aanmerkelijk belang, waarbij reguliere- en vervreemdingsvoordelen belast worden. In box 3 wordt het inkomen uit sparen en beleggen belast. Dit gebeurt tegen een forfaitair bepaald rendement, waar geacht wordt dat het beleggingsvermogen toeneemt naarmate de belastingplichtige vermogender is.

Dit boxenstelsel is gebaseerd op het draagkrachtsbeginsel dat stelt dat de meest vermogende de meeste belastinglast dragen. Dit uit zich veelal in het progressieve tarief. Wanneer de verschuldigde belasting in box 3 echter afgezet wordt tegen het werkelijke rendement, wordt een degressief tarief waargenomen. Dit is een van de inbreuken op het draagkrachtbeginsel, maar een belastingplichtige mag hier geen beroep op doen.

¹⁰² Met risico-avers wordt bedoeld dat een zeer gespreide portefeuille wordt aangehouden, die gepaard gaat met lage stabiele rendementen.

¹⁰³ A. D. Klemm, S. Hebous, C. J. Waerzeggers, IMF No. 2021/145, 27 mei 2021.

¹⁰⁴ Door de opstap in het tarief na € 245.000 in de VPB.

De fiscale behandeling van beleggingen voor particulieren speelt zich veelal af in box 3. Dit hoeft echter niet altijd zo te zijn. Zo kunnen ondernemers ervoor kiezen om met overvloedige liquiditeiten zakelijk te gaan beleggen via een eenmanszaak. Dit wordt belast in box 1. Daarnaast komt een belegger in onroerend goed in de resultaat uit overige werkzaamheden sfeer terecht wanneer sprake is van werkzaamheden die meer omvatten dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is. Dit is bij actieve beleggers in aandelen niet het geval in het huidige systeem.

Daarnaast kunnen DGA's ervoor kiezen om zakelijk te gaan beleggen via de eigen BV. Hierbij worden vermogenswinsten bij realisatie belast in de VPB en bij uitkering belast in box 2. Dit biedt een DGA veelal voordelen omtrent het uitstellen van belasting. Het IMF heeft hier kritiek op, doordat deze voordelen veelal toekomen aan de hoge inkomensklasse. Dit versterkt de inkomensongelijkheid.

4: Vergelijking meer dan normaal vermogensbeheer met actieve beleggingsactiviteiten

4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is een introductie gegeven over de fiscale behandeling van beleggingen in aandelen/derivaten en beleggingen in onroerende zaken. Hier is een duidelijk onderscheid in behandeling, wanneer sprake is van actieve werkzaamheden. In dit hoofdstuk wordt dit onderscheid toegelicht en besproken waarom en of dit onderscheid gemaakt dient te worden. Ten eerste wordt ingezoomd op de belegger in onroerend goed, waarbij de begrippen normaal en meer dan normaal vermogensbeheer toegelicht worden. Hierna worden actieve beleggingsactiviteiten omtrent aandelen en derivaten gedefinieerd. Ten slotte worden deze actieve beleggingsactiviteiten en meer dan normaal vermogensbeheer met elkaar vergeleken en wordt geanalyseerd of actieve beleggingsactiviteiten al dan niet in box 1 belast kunnen worden in het huidige systeem, wanneer sprake is van actieve werkzaamheden.

4.2 Normaal en meer dan normaal vermogensbeheer

In hoofdstuk 1 is kort toegelicht hoe onderscheid tussen normaal en meer dan normaal vermogensbeheer kan worden gemaakt. Er is sprake van 'normaal vermogensbeheer' wanneer de verhuur van een pand als belegging wordt beschouwd. Deze belegging valt derhalve in box 3. Bij 'meer dan normaal vermogensbeheer' vallen huuropbrengsten en waardeinstijgingen onder winst uit onderneming of resultaat uit overige werkzaamheden.¹⁰⁵

De kerngedachte van het onderscheiden van meer dan normaal vermogensbeheer ligt in de besproken voorwaarden:

- De aard en omvang van de werkzaamheden van de belastingplichtige moeten meer omvatten dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is;
- De aard en omvang van de werkzaamheden moeten onmiskenbaar het doel hebben een rendement te behalen dat het rendement van normaal vermogensbeheer te boven gaat.

In art. 3.91 lid 1 onderdeel c Wet IB 2001 wordt omschreven dat een werkzaamheid het rendabel maken van vermogen op een wijze die normaal, actief vermogensbeheer te buiten gaat is. In dit wetsartikel worden het uitponen van onroerende zaken, het verrichten van groot onderhoud of andere aanpassingen aan de onroerende zaak als voorbeelden genoemd.

Er hoeft echter niet altijd sprake te zijn van meer dan normaal vermogensbeheer wanneer één van deze voorbeelden voorkomt. Zo verschillen uitspraken omtrent meer dan normaal vermogensbeheer, waarbij het onduidelijk is welke feiten daadwerkelijk een doorslag geven.¹⁰⁶ Bovendien is onduidelijk welke werkzaamheden onder het begrip normaal vermogensbeheer vallen. Berkhout en Hoogeveen stellen dan ook dat het begrip meer dan normaal vermogensbeheer een duidelijkere invulling vergt.

¹⁰⁵ P.G.H. Albert, *WFR 2016/184*.

¹⁰⁶ T.M. Berkhout en M.J. Hoogeveen, *WFR 2015/4*.

Opvolgend op de vaststelling van meer dan normaal vermogensbeheer, is de vraag of de werkzaamheid een onderneming vormt.¹⁰⁷ Indien sprake is van een onderneming valt de werkzaamheid in box 1 onder winst uit onderneming. Zo niet dan valt de werkzaamheid onder resultaat uit overige werkzaamheden. In de fiscaliteit wordt een onderneming in de IB gedefinieerd als: *“een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid, gericht op deelneming aan het economisch verkeer met het oogmerk om winst te behalen”*¹⁰⁸.

Bij beleggers in onroerende zaken is deelname aan het economische verkeer en het oogmerk om winst te behalen meestal het geval. De crux, bij het bepalen of sprake is van een onderneming, zit dan ook veelal in de vraag of er een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid is.

De winst uit onderneming sfeer heeft tot gevolg dat de ondernemer recht heeft op meer aftrekposten, zoals de ondernemersaftrek en de mkb-winstvrijstelling. Om recht te hebben op alle ondernemersaftrekposten, moet voldaan worden aan het urencriterium¹⁰⁹. Daartegenover staat een zwaardere administratielast ten opzichte van de belastingplichtige in de resultaat uit overige werkzaamheden sfeer. Zo is het opmaken van een jaarrekening hier niet verplicht.

4.3 Jurisprudentie meer dan normaal vermogensbeheer

Bij het bepalen van het al dan niet aanwezig zijn van meer dan normaal vermogensbeheer beoordeelt de Hoge Raad veelal het doel en de aard¹¹⁰ van de werkzaamheden. Hier wordt aandacht geschonken aan de verrichte arbeid, het rendement en vervolgens het al dan niet aanwezig zijn van een onderneming. Zoals besproken is het onduidelijk welke feiten de doorslag geven bij een uitspraak. Om een beeld te vormen van de uitgangspunten wordt enige jurisprudentie besproken, waarin wordt geoordeeld of er al dan niet sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer.

4.3.1 Hoge Raad 15 april 2016

In dit arrest¹¹¹ hebben de ouders van de belanghebbende een schenking gedaan aan de belanghebbende. Deze schenking bedraagt 1% van de aandelen in de holding BV van de ouders. De holding BV staat aan het hoofd van een vastgoedconcern met een waarde in het economische verkeer van ruim 300 miljoen euro. Er wordt een aanslag opgelegd van 35.762 euro.¹¹² Bij het vaststellen van de aanslag gaat de inspecteur ervan uit dat 90% van het vermogen van het vastgoedconcern bestaat uit beleggingsvermogen.

Belanghebbende is het hier niet mee eens en stelt dat voor het gehele vermogen een beroep mag worden gedaan op de bedrijfsopvolgingsregeling (hierna: BOR) in de Successiewet 1956. Voor deze regeling dient sprake te zijn van ondernemingsvermogen. De belanghebbende neemt het standpunt in dat de onroerende zaken in het geheel als ondernemingsvermogen kwalificeren, doordat sprake is

¹⁰⁷ M.M. de Reus, *Fiscale Monografieën 12 2020/4.4.4.3*, 1 maart 2020.

¹⁰⁸ Kamerstukken II 1998/99, 26 727, A, p. 22.

¹⁰⁹ Art. 3.6 lid 1 Wet IB.

¹¹⁰ Kwaliteit van de arbeid heeft hierin de overhand, ten opzichte van kwantiteit. HR 18-06-2021, nr. 20/01485 t/m nr. 20/01489, ECLI:NL:HR:2021:953.

¹¹¹ HR 15 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:633.

¹¹² HR 15 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:633, r.o. 2.1.6.

van meer dan normaal vermogensbeheer: de verrichte werkzaamheden omvatten meer dan enkel het verhuren van onroerende zaken¹¹³ en vormen een materiële onderneming.

Het Hof oordeelt dat het rendement van jaarlijks 20% het rendement van normaal vermogensbeheer te boven gaat.¹¹⁴ Vervolgens heeft het hof geoordeeld dat de werkzaamheden in het kader van exploitatie naar aard en omvang meer omvatten dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is. Hier doelt het hof op de werkzaamheden van eigen werknemers en de uitbestede werkzaamheden. Het Hof stelt de belanghebbende in het gelijk en de Hoge Raad sluit zich hierbij aan.

Mijns inziens heeft de Hoge Raad niet duidelijk gemaakt wanneer geacht wordt dat sprake is van arbeid en een rendement wat normaal vermogensbeheer te buiten gaat. Zo maakt de Hoge Raad niet duidelijk waar de grens ligt van een rendement dat normaal vermogensbeheer te boven gaat. Tevens maakt de Hoge Raad geen onderscheid in eigen verrichte werkzaamheden en uitbestede werkzaamheden bij het bepalen of sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. In andere jurisprudentie¹¹⁵ wordt dit onderscheid wel relevant geacht. Ten slotte wordt weinig aandacht besteed aan de omvang van de vastgoedportefeuille. Naar mijn mening is dit van belang voor de bepaling van de omvang van de verrichte arbeid, aangezien aannemelijk is dat een grotere portefeuille meer arbeid vereist.

In het vergelijkbare arrest van 18 juni 2021¹¹⁶ geeft de Advocaat-Generaal (hierna: A-G) advies omtrent deze onduidelijkheden. Zo stelt de A-G dat een omvangrijke vastgoedportefeuille bij zowel normaal als meer dan normaal vermogensbeheer meer arbeid vergt. Aan de hand van een personeelsbestand kan dermate niet afgewogen worden of sprake is van arbeid dat normaal vermogensbeheer te buiten gaat. De A-G concludeert dat daarom gekeken dient te worden naar wat er met de portefeuille gebeurt, zoals enkel het verhuren van onroerende zaken of ook een handel in onroerende zaken.

Daarnaast kaart de A-G aan dat het Hof in het arrest van 18 juni 2021 juist heeft beslist om vermogen te splitsen in ondernemings- en privévermogen, in tegenstelling tot dit arrest. In het arrest van 15 april 2016 wordt immers al het vermogen aangemerkt als ondernemingsvermogen en valt dit derhalve onder de BOR. De A-G stelt echter dat het Hof bij de splitsing van het vermogen in privé of ondernemingsvermogen niet heeft getoetst of de verhuurde panden voldoende relatie hebben met de bedrijfsuitoefening van de onderneming, om een toerekening aan ondernemingsvermogen te rechtvaardigen.

Ten slotte stelt de A-G dat bij het onderbouwen van een rendement dat normaal vermogensbeheer te boven gaat, vergeleken dient worden met de geachte rendementen in box 3. Dit laat immers zien wat een “bij normaal vermogensbeheer opkomend rendement”¹¹⁷ is. Hierbij dient rekening te worden gehouden met autonome marktwerkingen. Dit betekent dat in tijden van hoogconjunctuur rendementen hoger liggen, door de waardestijging op onroerende zaken.

¹¹³ Werkzaamheden omvatten aankopen, verkopen en ontwikkeling van onroerende zaken.

¹¹⁴ HR 15 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:633, r.o. 2.2.2.

¹¹⁵ Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289, wordt hieronder besproken.

¹¹⁶ HR 18 juni 2021, nr. 20/01485 t/m nr. 20/01489, ECLI:NL:HR:2021:953.

¹¹⁷ HR 18 juni 2021, nr. 20/01485 t/m nr. 20/01489, ECLI:NL:HR:2021:953, r.o. 3.4.8.

4.3.2 Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020

In dit arrest¹¹⁸ is in geschil of bij de verhuur van prostitutiepanden sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Belanghebbende ontvangt huurinkomsten¹¹⁹ uit de verhuur van prostitutiepanden en neemt dit op in zijn box 3 vermogen. Hierbij gaat de belanghebbende uit van normaal vermogensbeheer. De huurders verhuren vervolgens de ramen aan prostituees.

De Inspecteur is het niet met de box 3 heffing eens en beargumenteert dat sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Zo stelt de belanghebbende faciliteiten ter beschikking aan de huurders voor de uitoefening van hun beroep. *“De werkzaamheden in het kader van deze seksinrichting gaan normaal vermogensbeheer te boven”*.¹²⁰ De verhuur wordt niet beperkt tot enkel het verhuren van een kale kamer, maar specifiek ingericht voor uitoefening van het vak prostituee. Hier stelt belanghebbende weliswaar dat deze werkzaamheden¹²¹ worden uitbesteed aan huurders, maar de opbrengsten ervan komen veelal toe aan de belanghebbende. Hierbij zijn de huurinkomsten afhankelijk van het aantal verhuurde ramen. Ten slotte stelt de inspecteur dat belanghebbende schoonmaakdiensten heeft verricht, doordat de huurders van de panden geen schoonmaakkosten in hun jaarstukken hadden staan.¹²² Dit alles gaat volgens de inspecteur normaal vermogensbeheer te buiten. De huurinkomsten moeten derhalve aangemerkt worden als winst uit onderneming.

De Rechtbank oordeelt dat enkel het aanwezig zijn van variabele huurinkomsten niet toereikend is om te spreken van meer dan normaal vermogensbeheer. Het aangepaste risico van variabele huurinkomsten, gepaard met relatief hoge huuropbrengsten, gaat niet normaal vermogensbeheer te boven. De hoge opbrengsten worden immers mede bepaald door de verhuurprijs aan prostituees, die de belanghebbende niet bepaalt. Daarnaast heeft de inspecteur geen bewijslast dat onderhoudswerkzaamheden zijn verricht door de belanghebbende. Zo kaart de Rechtbank aan dat bij de beoordeling of sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer gekeken moet worden naar wie de werkzaamheden uitvoert.¹²³ De Rechtbank oordeelt dat sprake is van normaal vermogensbeheer.

Opvallend aan de beredenering van de Rechtbank is dat in deze casus veelal gefocust wordt op wie de werkzaamheden uitvoert. Een wezenlijke verschil met de uitspraak van HR 15 april 2016, waarin weinig aandacht besteed werd aan de vraag wie feitelijk de werkzaamheden verrichtten. Daarnaast wordt in deze casus meer waarde gehecht aan de aard van de werkzaamheden.

4.3.3 Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020

De belanghebbende verkrijgt twee aandelen¹²⁴ van D BV middels schenking. D BV staat aan het hoofd van een omvangrijke vastgoedportefeuille. Bij de aangifte schenkbelasting wordt verzoek gedaan op de BOR, omdat belanghebbende van mening is dat sprake is van ondernemingsvermogen. Er is immers sprake van meer dan normaal vermogensbeheer en het drijven van een onderneming.

¹¹⁸ Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289.

¹¹⁹ 400/450 euro per week per raam.

¹²⁰ Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289, r.o. 3.4.1.

¹²¹ Inrichting en onderhoud.

¹²² Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289, r.o. 6.1.1 onder 11.

¹²³ Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289, r.o. 6.1.1 onder 22.

¹²⁴ Ter waarde van € 19.700.

De belanghebbende neemt hierbij het standpunt in dat sprake is van 'arbeid-plus' en 'rendement-plus'.¹²⁵ Zo worden er voltijds werkzaamheden verricht met betrekking tot de vastgoedportefeuille: belanghebbende heeft specifieke kennis en deskundigheid, die gebruikt wordt bij het aankopen, verkopen, verbeteren, ontwikkelen en beheren van panden. Daarnaast vinden renovaties en verbouwingen plaats in eigen beheer. Als voorbeeld licht de belanghebbende toe dat in overleg met een huurder de ingang van een pand is verplaatst, onder regie van D BV. Hier stelt belanghebbende dat sprake is van een projectontwikkelingsactiviteit. Ten slotte licht de belanghebbende toe dat door middel van financiering met vreemd vermogen een zo hoog mogelijk rendement wordt behaald. Dit rendement ligt hoger dan rendementen uit de IPD vastgoedindex.

Volgens de inspecteur is sprake van normaal vermogensbeheer. Zo stelt de inspecteur ten eerste dat de omvang van de vastgoedportefeuille geen invloed heeft op de vraag of sprake is van een onderneming. Ten tweede behoort het beoordelen van onderhoud, inzetten van aannemers, onderhouden van contacten met aannemers, architecten en gemeenten en het in goede staat houden van de vastgoedportefeuille tot de taken van iedere eigenaar.¹²⁶ Deze werkzaamheden kwalificeren niet als het drijven van een onderneming en vallen onder normaal vermogensbeheer. Ten derde haalt de inspecteur aan dat financiering met vreemd vermogen geen duiding is op ondernemen en dat het rendement lager ligt wanneer rekening wordt gehouden met kosten.

De Rechtbank stelt de inspecteur in het gelijk. Zo heeft de omvang van de vastgoedportefeuille geen invloed op het sprake zijn van een onderneming. Daarnaast zijn de activiteiten als contact met aannemers, plannen van onderhoud, administratie en het zoeken van huurders niet genoeg om te praten over meer dan normaal vermogensbeheer.¹²⁷ Bovendien is geen sprake van projectontwikkelingsactiviteiten, doordat de renovaties uitgevoerd zijn als wens van de huurder. Onder projectontwikkeling wordt immers het creëren van nieuw vastgoed verstaan. Als laatste stelt de Rechtbank dat het nagestreefde rendement meer van belang is dan het gerealiseerde rendement bij de bepaling of sprake is van een rendement dat normaal vermogensbeheer te boven gaat.

In deze casus kaart de Rechtbank een belangrijk onderscheid aan. Het begrip arbeid voor het drijven van een onderneming is verschillend van het begrip arbeid met betrekking tot vermogensbeheer.¹²⁸ Er zou anders altijd sprake zijn van winst uit onderneming wanneer meer dan normaal vermogensbeheer aanwezig is. Daarnaast blijkt uit deze uitspraak dat het uitmaakt in opdracht van wie de werkzaamheden uitgevoerd worden. Ten slotte blijkt dat het gerealiseerde rendement minder invloed heeft op de vaststelling van meer dan normaal vermogensbeheer, het gaat om het nagestreefde rendement.

4.4 Samenvatting jurisprudentie meer dan normaal vermogensbeheer

Uitspraken omtrent vermogensbeheer in vastgoed zijn niet eenduidig. Zo is er geen duidelijke te interpreteren regelgeving en kunnen uitspraken in de praktijk verschillen. Hierbij lijkt het alsof in elke casus een ander aspect rondom vermogensbeheer de meerwaarde heeft. Zo is in het arrest van 16 maart 2020 van belang door wie de werkzaamheden worden uitgevoerd. Dit wordt niet van belang geacht bij het arrest van 15 april 2016. Daarnaast wordt in het arrest van 1 oktober 2020 veelal

¹²⁵ Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5250, r.o. 18.

¹²⁶ Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5250, r.o. 19.

¹²⁷ Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5250, r.o. 25, 26, 28.

¹²⁸ Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5250, r.o. 23.

aandacht besteed aan het rendement waarop de belanghebbende doelde, terwijl in het arrest van 15 april 2016 het werkelijke rendement van 20% een van de doorslaggevende feiten is voor de uitspraak dat sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Tenslotte wordt in het arrest van 1 oktober 2020 de omvang van de portefeuille in acht genomen. Dit gebeurt niet in het arrest van 15 april 2016.

Het arrest van 18 juni 2021 geeft enkele ophelderingen omtrent deze onduidelijkheden. Zo stelt de A-G dat rendementen op onroerend goed vergeleken dienen te worden met geachte rendementen in box 3. Daarnaast geeft de omvang van de portefeuille geen inzicht in het feit of arbeid wordt verricht dat normaal vermogensbeheer te buiten gaat. Er dient derhalve gekeken te worden naar de kwaliteit van de arbeid.

4.5 Actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten

Aan de hand van de afbakening van normaal en meer dan normaal vermogensbeheer wordt in deze paragraaf een definitie van actieve beleggers in aandelen en derivaten geformuleerd. Zo is in de vorige paragraaf toegelicht op welke criteria de Hoge Raad toetst of sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Een dergelijke toetsing kan ook plaatsvinden bij actieve beleggers in aandelen.

In hoofdstuk 2 zijn verschillende factoren¹²⁹ en twee analysemethoden besproken waar beleggers aankopen en verkopen op baseren: de fundamentele en technische analysemethode. Een actieve belegger zal veelal een mix van deze methodes toepassen om te trachten een rendement te behalen wat normaal vermogensbeheer te buiten gaat. Een passieve belegger past daarentegen veelal eenmalig een fundamentele analyse toe, om een aankoopbeslissing te maken voor de lange termijn. Hier komt weinig arbeid aan te pas.

De actieve belegger maakt op de korte termijn gebruik van de technische analysemethode om gunstige aankoop- en verkoopmomenten te vinden. Deze methode vergt een aanzienlijke hoeveelheid arbeid, doordat de koers dagelijks, per uur of zelfs per minuut gevolgd moet worden. Het even niet volgen van de koers kan immers resulteren in het missen van een aankoop- of verkoopmoment. Day-traders gebruiken deze methode dan ook intensief, waarbij de markt van opening tot sluiting wordt gevolgd en aandelen vaak dezelfde dag gekocht en verkocht worden.

Daarnaast maakt de actieve belegger herhaaldelijk gebruik van de fundamentele methode om bedrijven met elkaar te vergelijken en in te spelen op nieuwsberichten over of van het bedrijf. Zo heeft een positief nieuwsbericht veelal een positief effect op de koers. Wanneer de actieve belegger hier tijdig op inspeelt, wordt in een kort tijdbestek een paar procent rendement behaald.¹³⁰ Het tijdig ontvangen van deze nieuwsberichten kan bijvoorbeeld worden behaald door een contacten-netwerk. Dit is in beginsel algemeen beschikbare informatie¹³¹, waardoor niet gesproken kan worden over fiscale 'meerarbeid'. Het interpreteren en handelen naar deze informatie vergt echter deskundigheid, dat een rol speelt bij het fiscale begrip meer arbeid.

Zo moet een actieve belegger filteren welke nieuwsberichten en ontwikkelingen binnen het bedrijf fundamenteel iets aan het bedrijf aanpassen. Zo kan een nieuwsbericht op de korte termijn een

¹²⁹ Interne en externe factoren.

¹³⁰ Bij negatieve nieuwsberichten kan eveneens een short-positie ingenomen worden.

¹³¹ Tenzij sprake is van voorkennis.

effect hebben op de koers. Wanneer er echter fundamenteel niets aan het bedrijf verandert, zal hoogstwaarschijnlijk de koers weer bewegen naar de oorspronkelijke koers.

Een actieve belegger moet zich van deze zaken bewust zijn. Daar komt deskundigheid, met betrekking tot de waardeontwikkeling van aandelen en derivaten, bij kijken en het verrichten van werkzaamheden zoals: contacten opbouwen, het verrichten van analyses en het intensief volgen van koersbewegingen. Deze werkzaamheden omvatten meerdere volle dagen per week. Net zoals bij de belegger in onroerende zaken, zorgt de ervaring, het doen van analyses en deskundigheid ervoor dat een rendement nagestreefd wordt dat het rendement van de passieve belegger te boven gaat. Hier komen werkzaamheden bij kijken die de werkzaamheden van de passieve belegger te boven gaan. Net zoals bij meer dan normaal vermogensbeheer kan per casus beoordeeld worden aan de hand van feiten of deze vorm van aanvullende arbeid aanwezig is en het doel is om een hoger rendement te behalen dan de passieve belegger.

De definitie van de actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten is dan ook:

‘Het verrichten van werkzaamheden (zoals de aanwezigheid van deskundigheid met betrekking tot de waardeontwikkeling van aandelen en derivaten, het verrichten van analyses en het intensief volgen van de markt) wat de werkzaamheden van een passieve belegger te boven gaat, waarmee wordt getracht een hoger rendement te behalen ten opzichte van het rendement van passieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten’.

De implicatie van deze benadering is dat arbeid en deskundigheid niet altijd gepaard gaat met een hoger gerealiseerd rendement. Beleggingsfondsen, die veel tijd en arbeid steken in de keuze van beleggingen, behalen veelal juist een lager rendement dan het gemiddelde rendement op de markt. Dit blijkt uit een rapport van de SPIVA, waarin onderzocht is dat 85% van de beleggingsfondsen een lager rendement behaald dan de S&P 500.¹³² Deze beleggingsfondsen hebben echter meestal een verplichting richting klanten om risico's beperkt te houden, wat gepaard gaat met lagere rendementen. Deze verplichting is niet aanwezig bij actieve beleggers.

Bij grote ondernemingen in onroerend goed is de relatie tussen verrichte arbeid en gerealiseerd rendement duidelijker zichtbaar; daar leiden de meer dan normaal verrichte werkzaamheden meestal tot een hoger gerealiseerd rendement.

4.6 Vergelijking actieve beleggingsactiviteiten met meer dan normaal vermogensbeheer

Nu actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten gedefinieerd zijn, kunnen deze beleggingsactiviteiten met meer dan normaal vermogensbeheer worden vergeleken. In paragraaf 4.3 en 4.4 zijn duidelijk overeenkomsten tussen deze twee begrippen waar te nemen. Zo is bij beide een vorm van arbeid aanwezig dat normaal vermogensbeheer¹³³ te boven gaat en is het doel om een hoger rendement te behalen dan bij normaal vermogensbeheer.

Er zijn echter ook verschillen tussen deze twee begrippen, waardoor een gelijke fiscale behandeling minder voor de hand ligt in het huidige systeem. Deze verschillen liggen veelal in de vraag of 1) sprake is van een bron van inkomen en 2) of er een relatie is tussen de verrichte werkzaamheden en

¹³² B. Iiu, 'SPIVA U.S. Scoreboard', SPIVA, april 2020.

¹³³ Passief beleggen m.b.t. aandelen.

het rendement. Zo is een bron van inkomen vereist om belast te worden in box 1. Hiervan is sprake als:

- wordt deelgenomen aan het economische verkeer;
- voordeel wordt beoogd;
- dit voordeel redelijkerwijs te verwachten is.

Bij het beleggen in aandelen is vrijwel altijd voldaan aan de eerste twee voorwaarden. Er is echter te betwisten of voldaan wordt aan de derde voorwaarde; het behaalde rendement is redelijkerwijs te verwachten. Dit komt omdat beleggen met risico gepaard gaat, de gemaakte analyses nooit volledig zijn en onverwachte interne of externe factoren kunnen optreden, zodat de inzet van de actieve belegger niet per definitie tot een hoger rendement leidt.

4.5.1 Redelijkerwijs verwachten van voordeel

In de jurisprudentie¹³⁴ is echter lang onduidelijk geweest hoeveel waarde wordt gehecht aan het redelijkerwijs verwachten van voordeel criterium. Zo zijn er uitspraken waarbij geen aandacht wordt besteed aan dit criterium. Voorbeelden hiervan zijn het medische-proeven arrest¹³⁵ en het arrest betreffende de verduistering van opbrengsten¹³⁶. In deze arresten is de conclusie dat sprake is van een bron van inkomen, ondanks dat er geen toetsing aan het voordeelscriterium plaatsvindt. Dit deed bij belastingplichtigen de vraag oproepen in hoeverre het voordeelscriterium nog van betekenis was.

In het nasi- en bamireceptenarrest¹³⁷ geeft de Hoge Raad hier invulling aan. Bij dit arrest wordt geoordeeld dat inkomsten uit de verkoop van bami- en nasiproducten belast moet worden in box 1, als inkomsten uit arbeid. Hier baseert het Hof de uitspraak op het eerdere medische-proeven arrest. In cassatie oordeelt de Hoge Raad dat het Hof juist heeft geoordeeld, maar geeft tevens aan onder welke omstandigheden het verwachten van voordeel criterium van belang is. Toetsing aan het verwachten van voordeel is van betekenis:

1. “waar het gaat om de afbakening van activiteiten in de sfeer van de verwerving van inkomsten tegenover activiteiten die, als voorzienbaar blijvend verliesgevend, in de sfeer van besteding van inkomen moeten worden geplaatst”;
2. “bij de afbakening van belaste transacties in de vermogenssfeer tegenover louter speculatieve transacties”;
3. “in die gevallen waarin weliswaar diensten of werkzaamheden in het economische verkeer zijn verricht doordat de belastingplichtige buiten de gezinssfeer is getreden, maar de behaalde voordelen niettemin buiten het inkomen dienen te blijven omdat zij in de persoonlijke sfeer liggen.”¹³⁸

¹³⁴ Voor de komst van HR, 14-04-1993, ECLI:NL:HR:1993:BH8770.

¹³⁵ HR 03 oktober 1990, ECLI:NL:HR:1990:BH7882.

¹³⁶ HR 24 juni 1992, ECLI:NL:HR:1992:ZC5026.

¹³⁷ HR 14 april 1993, ECLI:NL:HR:1993:BH8770.

¹³⁸ HR 14 april 1993, ECLI:NL:HR:1993:BH8770, r.o. 3.3.

Dit arrest zorgde voor opheldering omtrent speculatieve transacties, zoals de particuliere handel in aandelen. Nu duidelijk is dat het voordeelscriterium wel van betekenis is bij speculatieve transacties, faalden de beroepen op een behandeling van beleggingen in aandelen en derivaten in box 1. Het verschil in fiscale behandeling is immers het gevolg van het speculatieve karakter van beleggingen in aandelen.

*De relatie tussen verrichte arbeid en rendement is van belang, om te stellen dat een voordeel redelijkerwijs te verwachten is.*¹³⁹ Wanneer deze relatie niet aanwezig is, is sprake van speculatie. Bij beleggingen in aandelen is deze relatie in mindere mate waarneembaar, doordat de verrichte arbeid geen invloed uitoefent op de waarde van aandelen. Zo kan een actieve belegger nog zoveel arbeid verrichten, maar zal dit niet de koers beïnvloeden.

Er is geen sprake van speculatie wanneer de verrichte werkzaamheden een redelijke kans op voordeel in zich dragen. Voorbeelden hiervan zijn fysieke verbeteringen, aanwezigheid van voorkennis en deskundigheid met betrekking tot de aankoopprijs of waardeontwikkeling van een vermogensbestandsdeel.¹⁴⁰ Aan de hand van jurisprudentie wordt dit toegelicht.

4.5.2 HR 9 september 2011

In dit arrest¹⁴¹ is in geschil of het handelen in opties tot het resultaat uit overige werkzaamheden gerekend mag worden. De belanghebbende heeft tot 2003 werkzaamheden verricht in de financiële sector. Deze werkzaamheden omvatten het verhandelen van opties op de AEX¹⁴². Na beëindiging van de loondienst is de belanghebbende voor eigen rekening gaan handelen in dergelijke opties, waarbij werkzaamheden als het doornemen van nieuwsbronnen, marktcommentaren lezen, contact houden met institutionele beleggers en het volgen van ingenomen posities worden verricht.¹⁴³ Deze werkzaamheden bedroegen ongeveer 10 tot 12 uur per dag.

Het handelen in opties heeft bij de belanghebbende een negatief resultaat van 70.423 euro opgeleverd.¹⁴⁴ Dit resultaat wordt opgegeven als resultaat uit overige werkzaamheden, doordat voorbij wordt gegaan aan normaal vermogensbeheer. De inspecteur is het hier echter niet mee eens en stelt dat dit verlies in box 3 valt, doordat er geen sprake is van een bron van inkomen.

De Hoge Raad oordeelt dat de verrichte arbeid niet in relatie staat tot de rendementen op dergelijke optietransacties. Zo zijn resultaten uit opties in het algemeen niet beïnvloedbaar.¹⁴⁵ Deze uitspraak baseert de Hoge Raad op het feit dat de belanghebbende ondanks zijn kennis verliezen heeft geleden. Dit geeft duidelijk het speculatieve karakter weer van deze beleggingen, waardoor er louter een speculatief uitzicht op het behalen van voordeel is.¹⁴⁶ Op basis hiervan oordeelt de Hoge Raad dat er geen bron van inkomen is, doordat het voordeel niet redelijkerwijs te verwachten is. Daarnaast stelt de Hoge Raad dat dit anders is wanneer de deskundigheid en contacten invloed heeft op het koersverloop. Dit is niet het geval.

¹³⁹ G.Th. Ligthart, *Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.2.3*, 1 December 2017.

¹⁴⁰ G.Th. Ligthart, *Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.2.3*, 1 December 2017.

¹⁴¹ HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071.

¹⁴² Amsterdam Exchange Index

¹⁴³ HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, r.o. 3.1.2.

¹⁴⁴ HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, r.o. 2.5.

¹⁴⁵ HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, r.o. 2.4.

¹⁴⁶ HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, r.o. 4.2.

De conclusie die hieruit wordt getrokken is dat door het speculatieve karakter van beleggingen er niet voldaan wordt aan het redelijkerwijs te verwachten voordeel criterium. Bij onroerende zaken is de relatie tussen de verrichte arbeid en het behaalde rendement minder speculatief. Ter illustratie, een verbouwing aan een pand brengt veelal een waardestijging met zich mee. Dit suggereert dat de belegger in onroerend goed en de belegger in aandelen een gelijke fiscale behandeling krijgt, maar dat door het niet aanwezig zijn van een bron van inkomen de fiscale behandeling verschilt. Zo is er bij het aanwezig zijn van voorkennis wel sprake van een bron van inkomen en wordt de belegging onder resultaat uit overige werkzaamheid belast. Het beoogde rendement is nu immers niet meer speculatief en redelijkerwijs te verwachten. Een ander voorbeeld is het ‘mijnen’¹⁴⁷ van cryptomunten¹⁴⁸. Het mijnen van cryptomunten (arbeid) resulteert in een vermogensbestanddeel, de cryptomunt (voordeel). Dit voordeel is derhalve redelijkerwijs te verwachten en wordt belast in box 1.

4.6 Voordeel verwachten bij aandelen en derivaten anno 2021

Het belasten van actieve beleggers in aandelen en derivaten loopt vast op het redelijkerwijs verwachten van voordeel criterium. Zo hebben werkzaamheden geen invloed op de koers van aandelen en derivaten. De vraag is echter of vandaag de dag particuliere beleggers geen invloed kunnen uitoefenen op de koers. Aan de hand van een voorbeeld wordt dit toegelicht.

Eind januari schoot de koers van de aandelen van Gamestop omhoog. Dit was het gevolg van een actieve belegger die actief was op een forum genaamd ‘wallstreetbets’. Dit is een bekend forum¹⁴⁹ waarin beleggers informatie over aankopen en verkopen met elkaar delen. Begin januari plaatste de actieve belegger Keith Gill een foto op dit forum, waarop te zien is dat Keith Gill een groot aantal aandelen en call opties van het bedrijf Gamestop gekocht heeft. Onder deze foto legde Keith Gill uit dat het aandeel ondergewaardeerd is en dat meer dan 100% van de aandelen zich in een short positie bevonden. Dit is eigenlijk verboden en wordt ook wel een ‘naked short’ genoemd. Hierbij wordt een short positie ingenomen ten opzichte van aandelen die niet bestaan en derhalve niet geleverd kunnen worden.¹⁵⁰ In dit bericht spoorde Keith Gill indirect aan om gebruik te maken van deze short posities door massaal aandelen en derivaten in te kopen. Door het inkopen van aandelen en derivaten wordt de prijs opgedreven, doordat beleggers met short posities aandelen moeten terugkopen voor een hogere prijs.¹⁵¹ Daarnaast kopen institutionele beleggers¹⁵² aandelen op om ingedekt te blijven tegen uitstaande derivaten contracten.¹⁵³ Hierdoor neemt de vraag toe en kan de prijs in korte tijd enorm toenemen.

Mijns inziens is hier sprake van koersbeïnvloeding. Keith Gill heeft immers particuliere beleggers ingelicht en indirect aangespoord om aandelen te kopen.¹⁵⁴ In feite is deze groep van beleggers gaan

¹⁴⁷ Door middel van algoritmes worden transacties in bitcoin vastgelegd op de computer van de belegger, waarvoor de mijner beloont wordt met een kans op een nieuw stukje bitcoin.

¹⁴⁸ Een digitaal vermogensbestanddeel wat veelal als alternatief betalingsmiddel dient.

¹⁴⁹ Dit platform telt momenteel 10,4 miljoen leden.

¹⁵⁰ J. Angel en D. M. McCabe, *Journal of Business Ethics*, 30 september 2008, p. 239-249.

¹⁵¹ Dit wordt ook wel een ‘short squeeze’ genoemd.

¹⁵² Een onderneming die beroepsmatig handelt in beleggingen met aangetrokken vermogen van derden.

¹⁵³ Dit wordt ook wel een ‘gamma squeeze’ genoemd.

¹⁵⁴ Keith Gill heeft hierbij een rendement behaald dat duidelijk het rendement van normaal vermogensbeheer te boven gaat.

fungeren als een institutionele belegger. Het gezamenlijke vermogen van deze beleggers is zo groot, dat de koers van een aandeel gestuurd kan worden. Dit duidt op koersbeïnvloeding, waardoor aan het redelijkerwijs verwachten van voordeel criterium wordt voldaan. Hier kan derhalve worden beargumenteerd dat deze beleggingen in box 1 vallen.

Deze situaties zullen zich vaker gaan voordoen, omdat particuliere beleggers steeds makkelijker een netwerk kunnen vormen. Dit komt doordat het verspreiden van informatie en onderling contact steeds gemakkelijker is door technologische ontwikkeling. Beleggers kunnen op hetzelfde moment een aankoop doen, waarmee de koers wordt beïnvloed en op korte termijn een voordeel redelijkerwijs te verwachten is. Toch wrikt deze uitspraak, doordat de vraag is wie de koers beïnvloedt.

In bovenstaand voorbeeld is het bijvoorbeeld te betwisten of alleen Keith Gill de koers beïnvloedt, of eenieder die aan de hand van de informatie van Keith Gill belegt in aandelen van Gamestop. Daarnaast is de vraag hoe het zit met beleggers die al reeds aandeelhouder waren van Gamestop voor deze gebeurtenis. Mijns inziens heeft Keith Gill dusdanige werkzaamheden verricht met het verspreiden van informatie over Gamestop dat het voordeel redelijkerwijs te verwachten was. Andere beleggers hebben deze werkzaamheid niet uitgevoerd, maar hebben gereageerd op deze verspreiding van informatie, wat speculatie blijft. Daarnaast kan een algemeen bekende informatiebron niet leiden tot een te belasten voordeel.

Naar mijn mening behoort een belegger als Keith Gill in box 1. Deze mening is gebaseerd op het feit dat bij Keith Gill de relatie tussen verrichte arbeid en het behaalde rendement duidelijk aanwezig is. Hierbij is dit voordeel tevens redelijkerwijs te verwachten, doordat een grote groep beleggers indirect gestuurd wordt.

4.7 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de deelvraag:

“In hoeverre vallen actieve beleggers in aandelen en derivaten te vergelijken met meer dan normaal vermogensbeheer?”

Hierbij is eerst toegelicht wanneer sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Zo is er sprake van meer dan normaal vermogensbeheer als de verrichte arbeid en het rendement waarop gedoeld wordt normaal vermogensbeheer te buiten gaan. Of hier sprake van is wordt beoordeeld aan de hand van feiten, waarbij geen eenduidige behandeling is.

Ten tweede is de fiscale behandeling van actieve beleggingen in aandelen en derivaten vergeleken met meer dan normaal vermogensbeheer in onroerende zaken. Hieruit is geconcludeerd dat beleggingen in aandelen en derivaten niet in box 1 terecht komen door het speculatieve karakter. Er is geen sprake van een bron van inkomen, doordat een voordeel op aandelen en derivaten niet redelijkerwijs te verwachten is. Zo is er geen duidelijke relatie tussen verrichte werkzaamheden en het behaalde rendement, doordat de verrichte werkzaamheden geen invloed op de koers hebben.

Het is echter de vraag in hoeverre particuliere beleggers geen invloed kunnen uitoefenen op de koers. Door technologische ontwikkeling is het verspreiden van informatie en contact onder beleggers makkelijker geworden, waardoor situaties zich kunnen voordoen waarbij de actieve belegger invloed uitoefent op de koers. Hierdoor is het voordeel redelijkerwijs te verwachten,

waardoor sprake is van een bron van inkomen. Wanneer vervolgens wordt voldaan aan de criteria van arbeid en rendement dat normaal vermogensbeheer te boven gaat, is sprake van meer dan normaal vermogensbeheer.

5: Mogelijkheden voor het belasten van actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten

5.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is geconstateerd dat in het huidige systeem actieve beleggers in aandelen en derivaten niet belast (kunnen) worden in box 1. In dit hoofdstuk wordt allereerst besproken of deze fiscale behandeling van actieve beleggingsactiviteiten in de huidige box 3 gewenst is. Ten tweede worden mogelijkheden toegelicht voor het op een andere manier belasten van actieve beleggingsactiviteiten. Hierbij wordt getoetst op doeltreffendheid, doelmatigheid en uitvoerbaarheid. Vervolgens worden de mogelijke alternatieve heffingsmethodes met elkaar vergeleken, waarbij de voor- en nadelen van dergelijke heffingen worden toegelicht. Ten slotte wordt uit deze vergelijking geconcludeerd of een alternatieve heffingsmethode mogelijk is en welk systeem het best scoort op uitvoerbaarheid, doelmatigheid en doeltreffendheid.

5.2 Relevantie belastingheffing van actieve beleggingsactiviteiten in box 1

Zoals is gebleken kunnen actieve beleggingsactiviteiten in het huidige systeem niet in box 1 worden belast. Zo heeft het verrichten van arbeid geen invloed op de koers, waardoor er geen voordeel te verwachten is en geen sprake is van een bron van inkomen. Mijns inziens is deze benadering echter niet juist.

Het verrichten van arbeid heeft weliswaar geen invloed op de koers, maar heeft wel invloed op het voordeel (rendement) dat wordt behaald. Een actieve belegger beschikt immers over meer informatie dan een passieve belegger.

Ten eerste geven analyses inzicht in koersbewegingen en helpt deskundigheid bij het vinden van koerspatronen of handelsstrategieën. Vooral onderzoek naar handelsstrategieën laat zien dat het verrichten van arbeid en deskundigheid wel degelijk het resultaat beïnvloedt. Zo zijn er vele onderzoeken¹⁵⁵ waarin werd geconcludeerd dat systematisch een (laag) rendement wordt behaald door een bepaalde manier van handelen. Het interpreteren van deze onderzoeken vergt deskundigheid. Bovendien gaan dergelijke strategieën vaak gepaard met het veelvoudig kopen en verkopen financiële producten. Een voorbeeld is de straddle handelsstrategie.¹⁵⁶ Deze strategie houdt in dat wordt gezocht naar aandelen met een relatief hoge impliciete volatiliteit. Een hoge impliciete volatiliteit houdt in dat, aan de hand van de huidige optieprijs, wordt verwacht dat de koers relatief sterk omhoog of omlaag beweegt.¹⁵⁷ Een belegger kan hiervan gebruik maken door tegelijkertijd een call en put optie te kopen. Bij deze strategie maakt het niet uit welke kant de koers op beweegt, als deze beweging maar relatief groot is. De winst op de koersbeweging overstijgt dan immers de optieprijzen. Deze strategie is in tijden van onzekerheid (zoals Corona) zeer effectief, doordat aandelen in deze periodes volatiel zijn. Naast deze strategie bestaan er nog vele andere strategieën. Een belegger die al deze strategieën kent en weet welke strategie toegepast moet worden op de huidige marktconjunctuur, beïnvloedt hoogstwaarschijnlijk zijn rendement in positieve zin.

¹⁵⁵ K. Daniel en T. J. Moskowitz, *Journal of Financial Economics*, 2016, p. 221-247; Menkhoff e.a., *Journal of Financial Economics*, p. 660-684, 2012.

¹⁵⁶ F. Goltz en W. Ni Lai, *The Journal of Derivatives*, 2009, p. 38-48.

¹⁵⁷ G.W. Schwert, *Financial Analysts Journal*, 1990, p. 23-24.

In de tweede plaats volgt een actieve belegger intensief de koers, waardoor een markt-timingsvoordeel ontstaat. Zo kunnen onverwachte koersstijgingen benut worden door winst te nemen en kunnen verliezen op tijd ingeperkt worden. Een passieve belegger mist deze momenten. Uiteraard kan dit tijdig nemen van winst door een actieve belegger ook ervoor zorgen dat te vroeg winst of verlies wordt genomen, waardoor een passieve belegger uiteindelijk meer rendement behaalt. Mijns inziens is dit scenario echter niet de essentie waarnaar gekeken dient te worden. Bij beleggingen in onroerende zaken wordt hier immers ook niet naar gekeken: zo kan een actieve belegger in onroerend goed ook actief handelen in onroerend goed, maar had het passief aanhouden van deze onroerende zaken meer rendement opgeleverd. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het uitpenden van onroerende zaken. Dit betekent dat een belegger of coöperatie een vastgoedportefeuille aankoopt en vervolgens één voor één de onroerende zaken verkoopt wanneer huurders de woningen verlaten.¹⁵⁸ Dit zorgt voor een actieve vorm van vermogensbeheer en leidt voor beleggers tot een resultaat uit overige werkzaamheden.

5.3 Het begrip arbeid bij actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten

Het actief volgen van de koers, het veelvoudig kopen/verkopen van aandelen en het vergaren en onderhouden van kennis omvat een mate van arbeid die normaal vermogensbeheer te boven gaat. Zo is het volgen van de markt en individuele bedrijven, het lezen van literatuur/onderzoeken en het verrichten van analyses een intensieve werkzaamheid die naar mijn mening 'normale arbeid' te boven gaat. Deze werkzaamheden nemen immers aanzienlijke tijd in beslag en leiden tot een deskundigheid die de deskundigheid van de meeste passieve beleggers overstijgt. Tenslotte stelt de wetgever, zoals besproken in hoofdstuk 4, dat ook sprake kan zijn van meerarbeid wanneer een bepaalde mate van deskundigheid aanwezig is.

Er kan wel iets gezegd worden over de vergelijking van aandelen met onroerende zaken. Ten eerste is Het vaststellen van arbeid bij aandelen lastiger dan bij onroerende zaken. Ter illustratie, het is eenvoudiger om een renovatie waar te nemen aan een onroerende zaak, dan om vast te stellen dat er een analyse aan vooraf ging bij een belegging in aandelen. Een belangrijk verschil met het actief beleggen in onroerende zaken is immers dat de arbeid veelal gericht is op het vergaren van deskundigheid (kwaliteit). Deze deskundigheid is veelal niet meetbaar bij belastingplichten. Dit maakt het moeilijk om actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten vast te stellen en te controleren.

Ten tweede zijn aandelen sneller te verhandelen dan onroerende zaken. Zo kan een onroerende zaak over het algemeen niet op dezelfde dag aangekocht en verkocht worden. Bij de vaststelling van meer dan normaal vermogensbeheer in onroerende zaken wordt derhalve veelal geen aandacht geschonken aan de snelheid en kwantiteit van verhandeling.

Mijns inziens is dit snelheids- en kwantiteitsaspect bij actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten wel van belang, voor de constatering van actieve arbeid. Een actieve belegger volgt immers intensiever de koers en zal daarom gunstige koop- en verkoopmomenten benutten. Dit gaat gepaard met een groter aantal transacties en veelal kortere aanhoudperiodes dan het geval is bij een passieve belegger.

¹⁵⁸ G.Th. Ligthart, *Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.3.1*, 1 December 2017.

Al met al leiden de hiervoor genoemde kenmerken ervoor dat, voor de vaststelling van actieve arbeid bij aandelen en derivaten, er naar andere aspecten gekeken dient te worden dan bij onroerende zaken. Deze aspecten van actief beleggen zijn bij aandelen en derivaten over het algemeen moeilijker vast te stellen dan bij onroerende zaken.

Het is echter wel gewenst om deze actieve arbeid op dezelfde manier als bij onroerende zaken te belasten tegen werkelijk rendement in box 1. Mijns inziens wordt met de verrichte arbeid immers een meerwaarde gecreëerd. Er is weliswaar geen sprake van koersbeïnvloeding, maar wel van 'voordeel beïnvloeding'. Daarnaast is er naar mijn mening te beargumenteren dat in de onroerendgoedmarkt ook sprake is van speculatie. Een renovatie doet de waarde van de woning wel verhogen, maar de woningprijs wordt veelal bepaald door het oppervlak, de locatie en vraag en aanbod in de woningmarkt.

5.4 Actieve beleggingsactiviteiten belasten als resultaat uit overige werkzaamheid

5.4.1 Wetsfictie

Het belasten van actieve beleggingsactiviteiten als resultaat uit overige werkzaamheid is mogelijk wanneer er een aanpassing in box 1 plaatsvindt. Hiervoor dient er aanvullende regelgeving opgenomen te worden. Deze aanvulling is het meest eenvoudig te realiseren door een toevoeging aan een bestaande wetsfictie in box 1.

In art. 3.91 lid 1 onderdeel c is bij fictie opgenomen dat het rendabel maken van vermogen een werkzaamheid vormt wanneer sprake is van meerarbeid. Hier wordt onder andere het eerder toegelichte begrip uitponden als voorbeeld gegeven.¹⁵⁹ Mijns inziens kan deze wetsfictie aangepast worden met een toevoeging van actieve beleggingen in financiële producten. Op deze manier worden actieve beleggingen in aandelen en derivaten als werkzaamheid aangemerkt, wanneer sprake is van meerarbeid. Het aangepaste art. 3.91 lid 1 onderdeel c luidt:

*het rendabel maken van vermogen op een wijze die normaal, actief vermogensbeheer te buiten gaat, zoals bij het uitponden van onroerende zaken, **het actief beleggen in financiële producten**, het in belangrijke mate door de belastingplichtige zelf verrichten van groot onderhoud of andere aanpassingen aan een zaak, of het aanwenden door de belastingplichtige van voorkennis of daarmee vergelijkbare bijzondere vormen van kennis.*

5.4.2 Toetsingscriteria

Indien een wetsfictie is opgenomen in box 1 is het mogelijk om actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten te belasten als resultaat uit overige werkzaamheid. Het is echter van belang of deze regeling doeltreffend, doelmatig en uitvoerbaar is. Voordat dit wordt getoetst, worden deze begrippen in de onderstaande paragrafen kort toegelicht.

Doeltreffendheid houdt in dat de ingevoerde rechtsregel leidt tot verwezenlijking van de door de wetgever beoogde doelstelling.¹⁶⁰ Dit betekent dat wordt gekeken naar de effectiviteit van de regelgeving. Voor de beantwoording of sprake is van doeltreffendheid dienen twee vragen beantwoord te worden:

¹⁵⁹ Uitponden, verrichten van groot onderhoud of voorkennis.

¹⁶⁰ F.J. Elsweier, *Fiscale monografieën nr. 1532018/1.3.2.1.2*, 1 april 2018.

1. Wat is de doelstelling van de regeling;
2. Wordt deze doelstelling behaald door invoering van de wettelijke regeling.

Indien het beoogde doel is behaald is sprake van doeltreffendheid.

Doelmatigheid houdt in dat de gemaakte kosten voor handhaving van de regelgeving opwegen tegen de opbrengsten. Dit begrip betekent derhalve dat wordt gekeken wordt naar de efficiëntie van de regelgeving. Wanneer er met minder kosten (eenvoudigere regelgeving) dezelfde opbrengsten (doel) gemaakt kunnen worden, wordt de wettelijke regeling niet als doelmatig ervaren.

Om een wettelijke regelgeving in te voeren dient een dergelijke regeling uitvoerbaar te zijn. Dit houdt in dat rekening wordt gehouden met eenvoudig en controleerbaar. Vaak brengt een eenvoudigere regelgeving een makkelijkere uitvoerbaarheid met zich mee, maar gaat dit ten koste van de doeltreffend- en doelmatigheid.

5.4.3 Doeltreffendheid en doelmatigheid van het belasten van actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten als resultaat uit overige werkzaamheid

Allereerst wordt getoetst of deze regelgeving doeltreffend is. In beginsel lijkt dit het geval te zijn, doordat de actieve beleggingsactiviteiten (doel) nu in box 1 tegen werkelijk rendement worden belast (doelstelling behaald). Op deze manier wordt er waarde gehecht aan het feit dat met arbeid een meerwaarde wordt gecreëerd, met dien verstande dat het niet mogelijk is te bepalen wat het aan arbeid toe te rekenen voordeel is. De vraag is echter of dit doel ook efficiënt wordt behaald; dit is niet het geval.

In box 1 bestaat immers recht op verliesverrekening. Dit betekent dat een verlies uit het huidige jaar verrekend mag worden met positieve inkomsten in box 1 uit vorige en toekomstige jaren. Eerst dient het verlies verrekend te worden met de drie voorgaande jaren, voordat dit verrekend mag worden met negen volgende jaren. In box 3 bestaat dit recht op verliesverrekening niet, aangezien een resulterend negatief vermogen in box 3 niet in aanmerking wordt genomen.

Het recht op verliesverrekening in box 1 zorgt ervoor dat het voor de overheid niet doelmatig is om deze regelgeving in te voeren. Dit komt doordat de opbrengsten uit beleggen in aandelen en derivaten vaak niet systematisch zijn. Zo zijn er veelal uitschieters in rendementen en verliezen. De relatief lange mogelijkheid tot verliesverrekening zorgt er daarom voor dat de opbrengsten voor de overheid drastisch worden teruggedrongen. Daarnaast wordt in box 1 een winstbelasting gehanteerd. Hierdoor ontstaat belastingontwijking, doordat verschuldigde belasting op winst nihil wordt door realisatie van een verlies. Dit maakt een heffing in box 1 voor de overheid minder interessant.

Daarnaast stimuleert het recht op langdurige verliesverrekening het nemen van risico op beleggingen in aandelen en derivaten. De mogelijke verliezen bij het nemen van risico kunnen immers worden verrekend in jaren van gerealiseerde winsten op aandelen en derivaten. Deze gerealiseerde winsten worden tegen 37,1%, of in de tweede schijf tegen 49,5%, verrekend. Op deze manier brengt het nemen van risico een kans op een hoger rendement met zich mee, maar wordt de keerzijde van een verlies verzwakt. Het benutten van dit effect is echter niet mogelijk wanneer systematisch verliezen worden geleden, omdat er dan geen verrekening kan plaatsvinden. Een belegger kan inspelen op dit effect. Zo kan opvolgend op een jaar waar veel gerealiseerd rendement is behaald, een groter risico

worden aangegaan. Wanneer dit grote risico verkeerd uitpakt, kan het geleden verlies verrekend worden met het voorafgaande jaar. Mijns inziens is dit effect niet wenselijk.

Wel zou er een beperking kunnen worden ingevoerd van de langdurige verliesverrekening: verliezen mogen na een bepaald bedrag slechts tegen 50% worden verrekend. Dit zwakt de bovenstaande effecten af.

5.4.4 Uitvoerbaarheid

Het invoeren van de wetsfictie lijkt in beginsel eenvoudig. Zo hoeft enkel de wettekst worden aangepast en vergt dit geen verandering aan het boxensysteem. Bij het belasten van actieve beleggingsactiviteiten komen echter meer aspecten kijken, waardoor de eenvoud 'verdwijnt'.

Ten eerste moet de Belastingdienst duidelijk maken wanneer sprake is van een actieve belegger. In hoofdstuk 4 is hier een opzet voor gegeven, maar dit dient beter afgebakend te worden. Bij hoeveel uur in de week is er bijvoorbeeld sprake van actief beleggen? Speelt het uren criterium een rol? Welke activiteiten vallen precies onder actief beleggen? Al deze vragen dienen uitgewerkt te worden, om problemen in de praktijk te voorkomen.

Een tweede optie is om de bewijslast om te draaien: iedere belastingplichtige is een actieve belegger tenzij sprake is van passieve beleggingsactiviteiten. Hiervoor dient echter geformuleerd te worden wat passieve beleggingsactiviteiten zijn, wat naar mijn mening even lastig is als het formuleren van actieve beleggingsactiviteiten. Hier moet immers ook worden vastgesteld hoeveel uren mag worden gehandeld of hoeveel aandelen mogen worden verhandeld, voordat sprake is van actieve beleggingsactiviteiten.

Mijns inziens is dit afbakenen van actieve of passieve beleggingsactiviteiten dan ook niet uitvoerbaar. Zelfs wanneer afbakening mogelijk is, lijkt het voor beleggers gemakkelijk deze behandeling te ontwijken. Dit komt doordat de Belastingdienst veelal geen data kan verzamelen over de werkzaamheden van beleggers. Zo kan de Belastingdienst niet volgen of een belegger analyses maakt of deskundigheid gebruikt voor het aankopen van beleggingen in aandelen en derivaten. Het maken van analyses of volgen van de markt gebeurt immers veelal thuis waar de Belastingdienst geen zicht op heeft. Daarentegen is er wel inzicht in de hoeveelheid die wordt verhandeld door de belegger. Zo volgen handelsplatformen precies de aankopen en verkopen die per dag worden gedaan. Deze informatie kan inzicht geven in de bepaling van een actieve belegger en kan door de handelsplatformen worden aangeleverd aan de Belastingdienst.

Ten slotte dient er informatie te zijn over de waarde van de vermogensbestanddelen en het moment van verkoop. In box 1 wordt immers de winst op de aandelen belast of het verlies verrekend indien dit mogelijk is. Onlangs heeft PriceWaterCoopers (hierna: PwC) een onderzoek verricht naar de mogelijkheden van een heffing op basis van werkelijk rendement in box 3.¹⁶¹ In dit onderzoek is onder andere geconstateerd dat informatie over financiële vermogensbestanddelen aangeleverd kan worden door handelsplatformen. In paragraaf 5.6.3 wordt dieper op dit onderzoek ingegaan.

Concluderend maken deze redenen de uitvoerbaarheid van een wetsfictie zeer lastig, zo niet onmogelijk. Dit komt vooral door het feit dat er een strikt onderscheid gemaakt dient te worden

¹⁶¹ PwC, 'Onderzoek naar praktische uitvoerbaarheid box 3-heffing op basis van werkelijk rendement', 13 april 2021.

tussen passieve en actieve beleggingsactiviteiten. Voor de vaststelling hiervan dient data verzameld te worden over de werkzaamheden van beleggers, die er voor het leeuwendeel niet is. Mijns inziens volstaat enkel de hoeveelheid aankopen en verkopen niet om te spreken over actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten. Het uitvoeren van de wetsfictie is naar mijn mening dan ook niet mogelijk.

5.5 Box 3 op basis van werkelijk rendement

5.5.1 Inleiding

Een tweede optie voor het belasten van actieve beleggingsactiviteiten is een aanpassing van box 3 naar een heffing op basis van werkelijk rendement. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat in deze box kapitaalinkomsten¹⁶² en kapitaalmutaties worden belast. Derhalve speelt arbeid geen rol en hoeft er geen onderscheid te worden gemaakt tussen passieve en actieve beleggers. Wanneer immers box 3 in zijn geheel overgaat op een heffing op basis van werkelijk rendement vallen passieve beleggingsactiviteiten hier ook onder. Daarnaast kunnen enkele inkomsten die eerst in box 1 vielen nu ook worden belast in box 3. Denk hierbij bijvoorbeeld aan inkomsten uit uitponden.

Bij een aanpassing van box 3 zijn er verschillende mogelijkheden. Ten eerste kan worden gekozen voor de vermogenswinst- of de vermogensaanwasbelasting.¹⁶³ Daarnaast kunnen alle soorten vermogensbestanddelen worden betrokken in de aanpassing van box 3, of kan er voor worden gekozen voor enkel een aanpassing van box 3 voor financiële vermogensbestanddelen. Ten slotte kan er een verliesverrekening worden ingevoerd. Dit leidt tot het volgende aantal varianten:

1. Vermogenswinstbelasting op alle beleggingen
2. Vermogenswinstbelasting op enkel financiële producten
3. Vermogenswinstbelasting op enkel financiële producten, met verliesverrekening
4. Vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen
5. Vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten
6. Vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten, met verliesverrekening

In de onderstaande paragraaf wordt eerst de vermogenswinst- en vermogensaanwasbelasting besproken. Hierbij wordt in paragraaf 5.6.2 ingegaan op de verliesverrekening en in paragraaf 5.6.3 op de keuze tussen het betrekken van alle beleggingen of enkel financiële middelen. Vervolgens worden de verschillende mogelijkheden samengevat en geconcludeerd welk systeem het best scoort.

5.5.2 Vermogenswinstbelasting

De vermogenswinstbelasting houdt in dat belasting wordt geheven wanneer er realisatie van winst plaatsvindt. Bij aandelen houdt dit derhalve in dat wordt geheven, wanneer het aandeel wordt verkocht of dividend wordt uitgekeerd. Dit principe van realisatie wordt veelvoudig in de Nederlandse belastingheffing gebruikt, denk hierbij aan IB-ondernemers, aanmerkelijk belanghouders en (achterliggende) belastingplichtigen in de VPB.

Een effect dat optreedt bij deze vorm van heffen is dat realisatie wordt uitgesteld. Belastingplichtigen kunnen immers zelf kiezen wanneer de waardemutaties van vermogen worden gerealiseerd. Voor

¹⁶² Inkomsten zoals dividend, rente en royalty's.

¹⁶³ Zie hoofdstuk 3 paragraaf 3.3.

directe opbrengsten¹⁶⁴ uit vermogen is dit uitstellen niet mogelijk, doordat hierbij sprake is van een realisatiemoment. Dit uitstellen van realisatie op waarde-mutaties van vermogen wordt ook wel het 'locked-in effect' genoemd en leidt volgens van 't Hof tot een suboptimale allocatie van kapitaal.¹⁶⁵ Zo zal enkel worden gekozen voor realisatie wanneer een nieuwe belegging meer rendement oplevert dan de oude belegging minus de verschuldigde belasting. Hierdoor daalt de economische activiteit. In box 2 is dit locked-in effect bijvoorbeeld duidelijk waar te nemen onder belastingplichtigen. Een oplossing voor dit probleem is het hanteren van een vervangings- of herinvesteringsreserve.¹⁶⁶

Het locked-in effect moet echter niet overschat worden, doordat in veel heffingen van het Nederlandse belastingsysteem niet de indruk bestaat dat de vermogenswinstbelasting leidt tot een locked-in effect.¹⁶⁷ Denk hierbij aan de vermogenswinstheffing bij winst uit onderneming en de terbeschikkingstellingsregeling.

Daarnaast is het rechtvaardig om bij een heffing op basis van vermogenswinst recht te hebben op verliesverrekening. Op deze manier wordt voorkomen dat het moment waarop positief of negatief inkomen wordt genoten invloed uitoefent op de verschuldigde belasting. Dit recht op verliesverrekening gaat echter ten koste van de doelmatigheid en kan leiden tot belastingontwijking. Zo kan een latent verlies gerealiseerd worden om de verschuldigde belasting op winst van realisatie te niet te doen.

5.5.3 Vermogensaanwasbelasting

De vermogensaanwasbelasting houdt in dat belasting wordt geheven wanneer er aangroei aan vermogen plaatsvindt. Er hoeft dus geen sprake te zijn van realisatie. Bij aandelen houdt dit derhalve in dat belasting wordt geheven, wanneer het aandeel in waarde toeneemt. Uiteraard gebeurt dit niet iedere keer wanneer er een waardesprong plaatsvindt, maar op jaarlijkse basis waarbij gecorrigeerd wordt op stortingen en onttrekkingen.

Daarnaast moet rekening worden gehouden met directe opbrengsten zoals dividenden. Wanneer immers dividend wordt uitgekeerd vindt niet alleen belastingheffing plaats, maar neemt ook de waarde van het aandeel af. De aanwas van deze daling naar het prijsniveau voor dividenduitkering dient buiten de heffing te blijven, aangezien anders dubbele heffing plaatsvindt.

Een ander effect dat optreedt is dat wordt geheven over ongerealiseerde vermogenswinsten. Dit zorgt voor vervelende situaties waarbij de belastingplichtige niet liquide genoeg is om de verschuldigde belasting te voldoen en wellicht gedwongen wordt tot realisatie.¹⁶⁸ Dit probleem kan worden opgelost door gebruik te maken van een conserverende aanslag tot moment van realisatie. Dit zorgt echter voor een moeilijker uitvoerbaarheid.

Ten slotte staat de efficiënte van een vermogensaanwasbelasting bij volatiele beleggingen ter discussie. Zo kan er het ene jaar worden geheven over een vermogenstoename, maar kan dit vermogen ook weer dalen naar de initiële waarde. In feite is er nu geheven, terwijl er werkelijk geen

¹⁶⁴ Zoals dividenden.

¹⁶⁵ N. van het Hof, *WFR 2014/1483*.

¹⁶⁶ L.G.M. Stevens, *Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale Handboeken nr. 2) 2020/3.1.1*.

¹⁶⁷ P. Kavelaars, *WFR 2016/131*.

¹⁶⁸ P. Kavelaars, *WFR 2016/131*.

vermogenstoename aanwezig is. Voor rechtsvaardigheidsredenen is het dan ook gewenst dat er bij een vermogensaanwasbelasting recht is op verliesverrekening.¹⁶⁹ Dit komt de nationale 'schatkist' echter niet ten goede.

5.6 Vermogensaanwas- of vermogenswinstbelasting in box 3

In deze paragraaf wordt ingegaan op de afwegingen tussen het invoeren van een vermogensaanwas- en vermogenswinstbelasting in box 3. Dit wordt gedaan door te toetsen aan doeltreffendheid, doelmatigheid en uitvoerbaarheid. Hierbij wordt in de paragraaf doelmatigheid tevens de verliesverrekening toegelicht. Daarnaast wordt bij de uitvoerbaarheid besproken welke vermogensbestanddelen betrokken kunnen worden in de heffing.

5.6.1 Doeltreffendheid

Het doel van de aanpassing van box 3 is om de werkelijke waardemutaties op vermogensbestanddelen en vermogensinkomsten evenwichtig te belasten. Mijns inziens wordt dit doel bij beide belastingssystemen slechts deels behaald.

De vermogenswinstbelasting lijkt in beginsel dit doel het best te behalen. Zo is bij het belastingstelsel het uitgangspunt dat de reële inkomsten worden belast.¹⁷⁰ Dit doet immers het meest recht aan het draagkrachtbeginsel, doordat vermogenswinsten op moment van realisatie daadwerkelijk de draagkracht van een belastingplichtige beïnvloeden.¹⁷¹ Daarnaast is over het algemeen liquiditeit beschikbaar om de verschuldigde belasting te voldoen.

Er ontstaat echter wel een onevenwichtige behandeling bij de vermogenswinstbelasting. Zo kan de heffing op kapitaalmutaties worden uitgesteld, maar de heffing op kapitaalinkomsten niet. De kapitaalinkomsten worden immers gelijk gerealiseerd. Dit zorgt voor een voordeel van kapitaalmutaties ten opzichte van kapitaalinkomsten, dat de doeltreffendheid schaadt. Zo zullen belastingplichtigen worden geprikkeld om vermogensbestanddelen aan te houden die enkel een waardemutatie genereert.

De vermogensaanwasbelasting behandelt kapitaalinkomsten en kapitaalmutaties daarentegen evenwichtig. Immers wordt elke vorm van aangroei jaarlijks belast. Deze evenwichtige behandeling is mijns inziens een groot voordeel van dit heffingssysteem. Daarnaast zorgt de vermogensaanwas niet voor een (mogelijk) locked-in effect en de mogelijkheid van arbitrage met box 2.

Het grootste nadeel van de vermogensaanwasbelasting is dat liquiditeitsproblemen ontstaan. Er wordt immers belasting geheven zonder dat er sprake is van realisatie. Dit zorgt ervoor dat belastingplichtigen soms verplicht zijn tot realisatie en er een voorkeur ontstaat voor vermogensbestanddelen waar inkomsten uit voortvloeien. Dit liquiditeitsprobleem is echter op te lossen door het hanteren van een conserverende aanslag.

Uit deze redenen is te concluderen dat beide systemen nadelen hebben. Mijns inziens gaat de voorkeur uit naar een vermogensaanwasbelasting, doordat inkomsten en waardestijgingen uit vermogen dezelfde fiscale behandeling krijgen. Daarnaast is het liquiditeitsprobleem redelijk eenvoudig op te lossen.

¹⁶⁹ S. A. Stevens, *WFR 2015/1172*.

¹⁷⁰ P. Kavelaars, *WFR 2016/131*.

¹⁷¹ Commissie Inkomstenbelasting over vermogensmutaties 1998, p. 43.

5.6.2 Doelmatigheid

Om een werkelijk beeld te schetsen van de opbrengsten van een vermogensaanwas- of vermogenswinstbelasting dient er meer vervolgonderzoek gedaan te worden. Wel kan er globaal worden beredeneerd wat de algemene effecten zijn van de keuze tussen een vermogenswinstbelasting en een vermogensaanwasbelasting.

Ten eerste heeft een vermogensaanwasbelasting een sterk voordeel ten opzichte van de vermogenswinstbelasting. Bij de vermogensaanwasbelasting wordt immers al geheven zonder dat er rendement gerealiseerd is. Dit zorgt voor de Belastingdienst voor een stabielere inkomensinstroom. Het nadeel is dat het volgen van deze waardesprongen van beleggingen meer controlerende kosten met zich meebrengt.

Bij de vermogenswinstbelasting zijn deze kosten lager, doordat enkel bij realisatie belastingheffing berekend en gecontroleerd hoeft te worden. Dit komt de doelmatigheid van deze heffing ten goede. Met deze heffingsmethode ontstaat echter ook een nadeel: belastingplichtigen gaan belastingheffing uitstellen, door realisatie van winst uit te stellen. Dit zorgt voor een instabiele inkomensinstroom voor de Belastingdienst. Hierbij wordt uiteindelijk wel dezelfde waarde belast, maar verschilt het moment van heffing.

Ten tweede is van belang hoe wordt omgegaan met verliezen/waardedalingen. Zo dient vanuit het draagkrachtperspectief rekening te worden gehouden met verrekening binnen het jaar en jaaroverstijgend.¹⁷² Dit betekent dat eerst verliezen worden verrekend binnen het jaar (horizontale verrekening) en vervolgens met andere jaren (verticale verrekening). Op deze manier verdwijnt de fiscale relevantie van wanneer een positief of negatief inkomen wordt genoten.¹⁷³

Bij de vermogensaanwasbelasting is er echter nog geen sprake van gerealiseerde verliezen, waardoor ook wel gesproken wordt over vermogensverliezen. In beginsel is hierbij het meest logisch dat een vermogensverlies verrekend mag worden met een vermogensaanwas van voorafgaand jaar. Om de uitvoering hiervan eenvoudig te houden dient het verlies met alle soorten vermogensbestanddelen verrekend te mogen worden. Het nadeel van deze benadering is echter dat de horizontale en verticale verrekening door elkaar gaan lopen. Er wordt nu immers eerst verticaal verrekend. Bij de vermogenswinstbelasting is dit probleem niet aanwezig. De verliesverrekening bij een vermogensaanwas dient dan ook eerst horizontaal en dan verticaal te zijn om de uitvoering en doelmatigheid ervan te optimaliseren.

Bij de vermogenswinstbelasting treedt een ander effect op. Zo brengt het toestaan van een verticale verliesverrekening mogelijkheid tot belastingontwijking met zich mee. In tegendeel tot de vermogensaanwasbelasting kan de verliesverrekening immers zelf worden beïnvloed: de verschuldigde belasting over een gerealiseerde winst kan worden teruggebracht tot nihil door het realiseren van een verlies op een ander vermogensbestanddeel. Dit is mijns inziens ongewenst. Een oplossing voor dit probleem is *ringfencing*: verliezen mogen enkel onder hetzelfde

¹⁷² P. Kavelaars, *WFR 2016/131*.

¹⁷³ *Voortgangsrapportage box 3*, 2016, p. 22.

vermogensbestanddeel verrekend worden.¹⁷⁴ Dit principe is echter zeer complex en brengt hoge uitvoeringskosten met zich mee.

Hieruit kan worden geconcludeerd dat over het algemeen een vermogensaanwasbelasting beter scoort op doelmatigheid doordat een stabielere inkomensstroom aanwezig is en er gemakkelijker een efficiënte verliesverrekening kan worden gehanteerd.

5.6.3 Uitvoerbaarheid

Er wordt al een lange tijd gedacht aan een overstap van box 3 naar een heffing op basis van werkelijk rendement. Dit is echter tot op heden nog niet gerealiseerd, doordat wordt aangehaald dat deze heffing vooralsnog niet uitvoerbaar is. Zo is er een gebrek aan (contra-)informatie voor controle en is de belastingopbrengst te robuust. Wat echter intrigerend is, is dat deze bezwaren bij andere belastingheffingen vrijwel niet bestaan. Zo merkt Heithuis op dat IB-ondernemers, resultaatgenieters, aanmerkelijkbelanghouders en VPB-belastingplichtigen al jaren worden belast volgens een vermogenswinstbelasting.¹⁷⁵ Bij deze belastingplichtigen dient ook zelf informatie aangeleverd te worden, wat door de Belastingdienst niet als probleem wordt gezien. Heithuis stelt dan ook dat het bezwaar van het aanleveren van informatie hem ontgaat. Ik onderschrijf zijn mening.

Om over te gaan op een vermogensaanwas- of vermogenswinstbelasting dient er, zoals bovenstaand is toegelicht, meer informatie beschikbaar te zijn over belastingplichtigen. Het vermogen van belastingplichtigen moet immers intensiever worden gevolgd. Hierbij kan worden gedacht aan spaartegoeden, beleggingsrekeningen, onroerende zaken en overige bezittingen. De vraag is echter of deze informatie beschikbaar is.

Onlangs heeft PwC onderzoek gedaan naar de mogelijkheden van een vermogensaanwas- of vermogenswinstbelasting. In dit onderzoek concludeert PwC dat zowel de vermogensaanwas- als de vermogenswinstbelasting momenteel slechter scoren op uitvoerbaarheid dan het huidige forfaitaire stelsel. Respectievelijk scoren de heffingsmethodes 63,5 en 68 (uit 100) op uitvoerbaarheid, wat betekent dat er momenteel te weinig beschikbare en betrouwbare data aanwezig is om een heffing op basis van werkelijk rendement uitvoerbaar te maken voor alle beleggingen. Hierbij scoort de vermogenswinstbelasting hoger dan de vermogensaanwasbelasting, doordat minder frequent datapunten nodig zijn. Bij vermogenswinstbelasting zijn immers veelal datapunten nodig bij (fictieve) vervreemdingen en verwervingen.

PwC merkt echter op dat het een optie is om enkel over te gaan naar een heffing op basis van werkelijk rendement voor financiële middelen. Zo beschrijft PwC dat grote verschillen bestaan, omtrent beschikbare data over de verschillende vermogensbestanddelen. Zo scoren de categorieën Spaartegoeden en beleggingen in financiële instrumenten een stuk beter dan de andere vermogensbestanddelen, respectievelijk 91,6 en 84,3 (uit 100). Dit komt mede doordat de data afkomstig is van gereguleerde banken en handelsplatformen. Deze data kan tevens op *realtimebasis* worden aangeleverd en dus ook in een vooraf ingevulde aangifte worden opgenomen.¹⁷⁶

¹⁷⁴ Voortgangsrapportage box 3, 2016, p. 23.

¹⁷⁵ E.J.W. Heithuis, *WFR 2021/48*.

¹⁷⁶ E.J.W. Heithuis, *WFR 2021/48*.

Hieruit kan worden geconcludeerd dat een heffing op basis van werkelijk rendement op financiële middelen uitvoerbaar is. Hiervoor dienen echter wel internationale afspraken te worden gemaakt om de data-aanlevering uit het buitenland te bevorderen. Voor informatie uit het binnenland is de aanlevering van informatie veelal geen probleem, doordat handelsplatformen en banken hiertoe verplicht zijn door rensignering.

Uit bovenstaande redenen is te concluderen dat een vermogenswinstbelasting op enkel financiële middelen het beste scoort op uitvoerbaarheid.

5.7 Vergelijking van de systemen

In de bovenstaande paragrafen zijn conclusies getrokken uit de aspecten van vermogenswinstbelasting, vermogensaanwasbelasting, verliesverrekening en de te betrekken vermogensbestanddelen. Aan de hand van deze conclusies worden onderstaand de systemen met elkaar vergeleken.

1. Vermogenswinstbelasting op alle beleggingen

Ten eerste zorgt het hanteren van een vermogenswinstbelasting op alle beleggingen ervoor dat het beoogde doel, het belasten tegen werkelijk rendement, wordt behaald. Bovendien is er veelal genoeg liquide middelen om de belasting te voldoen. Er is echter wel het nadeel dat vermogensinkomsten en mutaties een onevenwichtige behandeling krijgen. Hierdoor wordt het ongewenste effect gecreëerd dat vermogens mutaties worden bevoordeelt. Concluderend leiden deze redenen tot een goede score op doeltreffendheid.

Ten tweede zorgt het hanteren van een vermogenswinstbelasting op alle beleggingen ervoor dat opbrengsten voor de overheid instabieler zijn. Uiteindelijk wordt echter wel hetzelfde belast. Concluderend leiden deze redenen tot een goede score op doelmatigheid.

Ten slotte is er vooralsnog te weinig informatie om een vermogenswinstbelasting op alle beleggingen uitvoerbaar te maken. Zo meldt PwC een score van 63,5. Daarnaast is het uit rechtvaardighedsredenen niet uitvoerbaar om geen verliesverrekening in te voeren. Concluderend leiden deze redenen tot een zeer slechte score op uitvoerbaarheid.

2. Vermogenswinstbelasting op enkel financiële producten

Allereerst komen, vergelijkend met het systeem vermogenswinst op alle beleggingen, de aspecten omtrent doeltreffendheid overeen. Er is echter een verschil: overige bezittingen worden nog steeds forfaitair belast. Concluderend leiden deze redenen tot een neutrale score op doeltreffendheid.

Ten tweede verandert er vergeleken met de vermogenswinstbelasting op alle beleggingen niets aan de doelmatigheidsscore. Er is immers vervolgonderzoek nodig om hier een beeld van te schetsen. Concluderend leidt deze reden tot een goede score op doelmatigheid.

Ten slotte is er voldoende informatie om een vermogenswinstbelasting op enkel financiële middelen uitvoerbaar te maken. Het is echter uit rechtvaardighedsredenen niet uitvoerbaar om geen verliesverrekening in te voeren. Concluderend leiden deze redenen tot een relatief slechte score op uitvoerbaarheid.

3. Vermogenswinstbelasting op enkel financiële producten, met verliesverrekening

Allereerst komen, vergelijkend met het systeem vermogenswinst op financiële producten, de aspecten omtrent doeltreffendheid overeen. Concluderend leidt dit tot een relatief neutrale score op doeltreffendheid

Ten tweede verandert de doelmatigheidsscore vergeleken met de vermogenswinstbelasting op financiële producten. Zo ontstaat er door het hanteren van verliesverrekening belastingontwijking en is de verliesverrekening beïnvloedbaar. Concluderend leiden deze redenen tot een neutrale score op doelmatigheid.

Ten slotte is er voldoende informatie om een vermogenswinstbelasting op enkel financiële middelen met verliesverrekening uitvoerbaar te maken. Concluderend leidt dit tot een relatief goede score op uitvoerbaarheid, uitgaande dat geen ringfencing wordt gehanteerd.

4. Vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen

Ten eerste zorgt het hanteren van een vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen ervoor dat het beoogde doel, het belasten tegen werkelijk rendement, wordt behaald. Er ontstaat echter wel een liquiditeitsprobleem, maar dit is relatief gemakkelijk op te lossen met een conserverende aanslag. Concluderend leiden deze redenen tot een zeer goede score op doeltreffendheid.

Ten tweede zorgt het hanteren van een vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen ervoor dat opbrengsten voor de overheid stabiel zijn. Concluderend leidt deze reden tot een relatief goede score op doelmatigheid.

Ten slotte is er voornamelijk te weinig informatie om een vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen uitvoerbaar te maken. Zo meldt PwC een score van 68. Daarnaast is het uit rechtvaardigheidsredenen niet uitvoerbaar om geen verliesverrekening in te voeren. Concluderend leiden deze redenen tot een relatief zeer slechte score op uitvoerbaarheid.

5. Vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten

Allereerst komen, vergelijkend met het systeem vermogensaanwas op alle beleggingen, de aspecten omtrent doeltreffendheid overeen. Er is echter een verschil: overige bezittingen worden nog steeds forfaitair belast. Concluderend leiden deze redenen tot een goede score op doeltreffendheid.

Ten tweede verandert er vergeleken met de vermogensaanwasbelasting op alle beleggingen niets aan de doelmatigheidsscore. Er is immers vervolgonderzoek nodig om hier een beeld van te schetsen. Concluderend leidt deze reden tot een relatief zeer goede score op doelmatigheid.

Ten slotte is voldoende informatie om een vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten uitvoerbaar te maken. Het is echter uit rechtvaardigheidsredenen niet uitvoerbaar om geen verliesverrekening in te voeren. Concluderend leiden deze redenen tot een relatief slechte score op uitvoerbaarheid.

6. Vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten, met verliesverrekening

Allereerst komen, vergelijkend met het systeem vermogensaanwas op financiële producten, de aspecten omtrent doeltreffendheid overeen. Concluderend leidt dit tot een relatief goede score op doeltreffendheid.

Ten tweede verandert de doelmatigheidsscore vergeleken met de vermogenswinstbelasting op financiële producten. Zo wordt de belastingopbrengst lager. Wanneer echter de regels van eerst horizontale en dan verticale verliesverrekening wordt aangehouden, kan de verliesverrekening efficiënt worden ingevoerd. Hierbij ontstaan er geen problemen met belastingontwijking. Concluderend leiden deze redenen tot een goede score op doelmatigheid.

Ten slotte is voldoende informatie om een vermogensaanwasbelasting op enkel financiële middelen met verliesverrekening uitvoerbaar te maken. Er is echter wel frequenter data nodig dan bij de vermogenswinstbelasting. Concluderend leiden deze redenen tot een relatief goede score op uitvoerbaarheid.

In de onderstaande tabel zijn de conclusies samengevat.

| | Doeltreffend | Doelmatig | Uitvoerbaar |
|--|--------------|-----------|-------------|
| Wetsfictie in box 1 | + | - | -- |
| Aanpassing box 3 naar werkelijk rendement (vermogensaanwasbelasting): | | | |
| 1. Voor alle beleggingen | ++ | ++ | -- |
| 2. voor financiële vermogensbestanddelen | + | ++ | - |
| 3. voor financiële vermogensbestanddelen met verliesverrekening | + | + | + |
| Aanpassing box 3 naar werkelijk rendement (vermogenswinstbelasting): | | | |
| 1. voor alle beleggingen | + | + | -- |
| 2. voor financiële vermogensbestanddelen | -/+ | + | - |
| 3. voor financiële vermogensbestanddelen met verliesverrekening | -/+ | -/+ | ++ |

5.8 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de deelvraag:

“welk systeem voor het belasten van actieve werkzaamheden scoort het best op doelmatigheid, doeltreffendheid en uitvoerbaarheid?”

Allereerst is een behandeling van actieve beleggingsactiviteiten in box 1 toegelicht. Hieruit kan worden geconcludeerd dat dit niet mogelijk is, doordat de Belastingdienst geen duidelijk begrip van actieve beleggingsactiviteiten kan formuleren. bovendien is informatie over werkzaamheden van actieve beleggers veelal niet aan te leveren.

Vervolgens is een aanpassing van box 3 naar een heffing op basis van werkelijk rendement besproken, waarbij verschillende systemen zijn aangehaald. Bovendien zijn de aspecten van vermogenswinstbelasting, vermogensaanwasbelasting, verliesverrekening en de te betrekken vermogensbestanddelen toegelicht. Uit deze aspecten is te concluderen dat een vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten met verliesverrekening het best scoort op doelmatigheid, doeltreffendheid en uitvoerbaarheid.

6: Conclusie

6.1 Inleiding

In deze scriptie is onderzocht of het actief beleggen in aandelen en derivaten te vergelijken is met meer dan normaal vermogensbeheer bij onroerend goed en of dit daarom moet worden belast als resultaat uit overige werkzaamheid. Dit is onderzocht aan de hand van vier deelvragen, waarin deelconclusies zijn getrokken. Hierna volgt een samenvatting van deze deelconclusies samengevat. Vervolgens wordt aan de hand van deze deelconclusies antwoord gegeven op de onderzoeksvraag. Ten slotte worden er verschillende suggesties gegeven voor vervolgonderzoek omtrent dit onderzoek.

6.2 Samenvatting

Over de jaren heen is de aandelen en derivatenmarkt een stuk complexer geworden. Zo is de markt in zijn geheel elektronisch en zijn er veel beleggingsinstrumenten te verhandelen. Om rationeel te handelen dient een belegger kennis te hebben over deze instrumenten, marktwerkingen en individuele bedrijven. Deze kan vergaart worden door het opdoen van deskundigheid, het verrichten van analyses en het intensief volgen van de koers. Hierbij is een onderscheid te maken tussen de fundamentele analyse, die gericht is op micro- en macro-economische factoren, en de technische analyse die aan de hand van statistiek tracht de koers te voorspellen.

Actieve beleggers in aandelen en derivaten zullen veelal een mix van deze methodes toepassen om te trachten een rendement te behalen wat normaal vermogensbeheer te buiten gaat. Zo wordt veelal op de korte termijn gebruik gemaakt van de technische analysemethode om gunstige aan- en verkoopmomenten te vinden. Voor deze vorm van analyse dient de koers intensief gevolgd te worden. Daarnaast wordt veelvuldig de fundamentele analysemethode toegepast om bedrijven met elkaar te vergelijken. Het maken van deze analyses en het handelen naar beschikbare informatie¹⁷⁷ vergt een bepaalde maat van deskundigheid.

Momenteel worden passieve en actieve beleggingen belast in het boxenstelsel van de Wet IB. Voor particuliere beleggers leidt dit meestal tot een heffing in box 3. Op deze box is echter kritiek omdat het draagkrachtbeginsel niet wordt nageleefd. Zo is er een degressief tarief waar te nemen wanneer wordt gekeken naar werkelijke rendement.

Naast deze heffing in box 3 kan een belegger in aandelen en derivaten in box 1 en 2 worden belast. Allereerst wordt een belegger in aandelen en derivaten in box 2 belast wanneer wordt belegd via de eigen BV. Dit brengt voordelen betreffende de uitstel van belasting met zich mee. Daarnaast vindt belastingheffing in box 1 plaats wanneer zakelijk wordt belegd via een eenmanszaak. Dit kan enkel met overtollige liquiditeiten. Ten slotte komt een belegger in onroerende zaken in box 1 terecht wanneer sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer.

Hiervan is sprake wanneer de verrichte arbeid en het rendement waarop bedoeld wordt normaal vermogensbeheer te buiten gaan. Mijns inziens kan deze vorm van meer dan normaal vermogensbeheer ook aanwezig zijn bij het handelen in aandelen en derivaten. In het huidige boxenstelsel is het echter niet mogelijk om deze vorm van meerarbeid te belasten. Zo is er geen

¹⁷⁷ Bijvoorbeeld nieuwsberichten.

sprake van een bron van inkomen, doordat het voordeel te speculatief is en derhalve niet redelijkerwijs te verwachten is. Deze conclusie wordt getrokken doordat de verrichte werkzaamheden geen invloed uitoefenen op de koers.

Naar mijn mening is deze benadering echter niet juist. Het verrichten van arbeid heeft weliswaar geen invloed op de koers, maar wel op het voordeel dat wordt behaald. Zo blijkt uit onderzoek dat het hanteren van een juiste handelsstrategie op de desbetreffende marktconjunctuur het voordeel positief beïnvloedt. Dit vergt het veelvoudig kopen en verkopen van financiële producten en een mate van deskundigheid dat normaal vermogensbeheer te boven gaat. Mijns inziens is het dan ook gewenst om actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten tegen werkelijk rendement te belasten als resultaat uit overige werkzaamheid.

Om dit te realiseren dient de wetsfictie van art. 3.91 Wet IB aangepast te worden met de toevoeging van actieve beleggingsactiviteiten in financiële producten. Deze behandeling in box 1 is echter niet mogelijk, doordat geen duidelijk begrip van actieve beleggingsactiviteiten kan worden geformuleerd. Bovendien is informatie betreffende de werkzaamheden van beleggers veelal niet aan te leveren.

Een andere mogelijkheid voor het belasten van actieve beleggingen tegen werkelijk rendement is de aanpassing van box 3 naar werkelijk rendement. Hierbij dient een afweging gemaakt te worden tussen vermogensaanwasbelasting, vermogenswinstbelasting, verliesverrekening en de te betrekken vermogensbestanddelen. Na toetsing op doeltreffendheid, doelmatigheid en uitvoerbaarheid is geconcludeerd dat een vermogensaanwasbelasting op enkel financiële producten met verliesverrekening het best scoort op deze punten.

6.3 Beantwoording onderzoeksvraag

Aan de hand van de vier deelconclusies wordt een antwoord geformuleerd op de onderzoeksvraag:

“Is het actief beleggen in aandelen en derivaten te vergelijken met meer dan normaal vermogensbeheer bij onroerend goed en moet dit daarom worden belast als resultaat uit overige werkzaamheid?”

Allereerst wordt het eerste deel van de onderzoeksvraag beantwoord: is het actief beleggen in aandelen en derivaten te vergelijken met meer dan normaal vermogensbeheer? Mijns inziens is deze vergelijking mogelijk. In beide gevallen zorgt het verrichten van arbeid immers voor een ‘voordeelbeïnvloeding’. Hierbij is wel van belang dat er, voor de vaststelling van actieve arbeid bij aandelen en derivaten, naar andere aspecten gekeken dient te worden dan bij onroerende zaken. Zo hebben de werkzaamheden bij aandelen en derivaten veelal betrekking op de deskundigheid van de belegger.

Vervolgens kan antwoord gegeven worden op het tweede deel van de onderzoeksvraag: moet dit actief beleggen in aandelen en derivaten belast worden als resultaat uit overige werkzaamheid? Naar mijn mening is het antwoord op deze vraag, met betrekking tot bovenstaande, ja. Er wordt immers met het verrichten van arbeid een meerwaarde gecreëerd.

Het is echter niet mogelijk om deze behandeling van actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten uit te voeren. Dit komt zoals toegelicht doordat het vrijwel onmogelijk is om actieve beleggingsactiviteiten te formuleren. Een alternatief om actieve beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten tegen werkelijk rendement te belasten is een aanpassing van box 3. Hierbij komt een

vermogensaanwasbelasting op enkel financiële middelen met verliesverrekening het beste uit de verf.

6.4 Aanbeveling en vervolgonderzoek

Naar aanleiding van dit onderzoek is mijns inziens de zoektocht voor het belasten van actieve arbeid in de arbeidsbox (box 1) afgesloten. In dit onderzoek is immers toegelicht dat het vaststellen van deze arbeid vrijwel onmogelijk is. Er is echter wel vervolgonderzoek vereist voor de mogelijkheid tot aanpassing van box 3.

Met inachtneming van de besproken aspecten in hoofdstuk 5 lijkt een vermogensaanwasbelasting op enkel financiële middelen met verliesverrekening het meest wenselijke alternatief voor het belasten van (actieve) beleggingsactiviteiten in aandelen en derivaten. Voor doelmatigheidsredenen dient er echter vervolgonderzoek te komen naar de opbrengsten voor de overheid. Bovendien dienen de varianten van verliesverrekening verder uitgewerkt te worden. Zo kan bijvoorbeeld ook een onbeperkte verliesverrekening worden ingevoerd met een maximaal bedrag/percentage dat per jaar verrekend mag worden.

Daarnaast zijn er nog andere varianten mogelijk voor een aanpassing van box 3. Ten eerste is het een mogelijkheid om een combinatieheffing in te voeren van de vermogenswinst- en vermogensaanwasbelasting. Hierbij geldt de vermogensaanwasbelasting als voorheffing op de vermogenswinstbelasting. Ten tweede kan een systeem worden ingevoerd waarin per soort vermogensbestanddeel bepaald wordt of vermogenswinst- of vermogensaanwasbelasting wordt gehanteerd. Ten slotte is het een mogelijkheid om in zijn geheel af te stappen van het boxenstelsel en over te gaan naar een duaal inkomstenbelastingstelsel.¹⁷⁸ Dit houdt in dat overgegaan wordt van drie boxen naar twee boxen: een arbeidsbox en een vermogensbox. Inkomsten uit kapitaal worden hierbij tegen een lager tarief belast dan arbeidsinkomsten.

Om tot een conclusie te komen welk van al deze systemen het best scoort op doeltreffendheid, doelmatigheid en uitvoerbaarheid dient vervolgonderzoek gedaan te worden. Mijn aanbeveling is dan ook om momenteel niet over te gaan op een aanwasbelasting op financiële producten met verliesverrekening, maar eerst alle varianten grondig uit te werken.

¹⁷⁸ A. D. Klemm, S. Hebous, C. J. Waerzeggers, IMF No. 2021/145, 27 mei 2021.

7: Literatuurlijst

7.1 Berichten uit kranten en andere media

Chen 2021

J. Chen, Investopedia 19 februari 2021. 'Day Trader', Investopedia 19 februari 2021, geraadpleegd via: <https://www.investopedia.com/terms/d/daytrader>.

ING 2021

ING, 23 maart 2021, 'Inflatie: vriend of vijand?', geraadpleegd via: <https://www.ing.nl/particulier/beleggen/beursnieuws-en-actualiteit/markten-en-bedrijven/inflatie-vriend-of-vijand>.

Fitzgerald 2021, CNBC

M. Fitzgerald, CNBC 28 januari 2021, 'Robinhood restricts trading in GameStop, other names involved in frenzy', CNBC 28 januari 2021, geraadpleegd via: <https://www.cnbc.com/2021/01/28/robinhood-interactive-brokers-restrict-trading-in-gamestop>.

Kramer 2021

L. Kramer, Investopedia 28 januari 2021. 'Long Position vs. Short Position: What's the Difference?', Investopedia 28 januari 2021, geraadpleegd via: <https://www.investopedia.com/ask/answers/100314/whats-difference-between-long-and-short-position-market>.

Redactie IEXGeld 2020

Redactie, 'Aantal particuliere beleggers dit jaar fors gestegen', IEXGeld 11 december 2020, geraadpleegd via: <https://www.iexgeld.nl/Artikel/509746/Aantal-particuliere-beleggers-dit-jaar-fors-gestegen>.

Rijksoverheid 2021

Rijksoverheid, 2021, 'Bijna 1 miljoen mensen betalen vanaf 2021 geen belasting meer in box 3', geraadpleegd via: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/belastingplan/belastingwijzigingen-voor-ons-allemaal/box-3>.

Van Santen, Lynx

R. van Santen, 'Wat zijn derivaten en waarom zijn deze producten zo populair?', Lynx, geraadpleegd via: <https://www.lynx.nl/kennis/artikelen/derivaten-betekenis-uitleg-beleggen>.

Yahoo Finance 2021

Yahoo Finance, mei 2021, 'S&P 500 (^GSPC)', geraadpleegd via: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/>.

7.2 Literatuur

Albert, WFR 2016/184

P.G.H. Albert, De maatstaf voor onderscheid tussen onderneming en belegging bij de verhuur van vastgoed. *Weekblad Fiscaal Recht 2016/184*, 20 september 2016.

Albert, WFR 2016/184

P.G.H. Albert, 'De maatstaf voor onderscheid tussen onderneming en belegging bij de verhuur van vastgoed', *Weekblad Fiscaal Recht 2016/184*, 20 september 2016.

Albregtse, Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.1.0.1.A

D.A. Albregtse, 'De structuur van Wet IB 2001', *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.1.0.1.A*, 26 januari 2017.

Albregtse, Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.2.3.2.A

D.A. Albregtse, 'Progressief tarief', *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.2.3.2.A*, 10 november 2017.

Angel en McCabe, Journal of Business Ethics

J. Angel en D. M. McCabe, 'The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling', *Journal of Business Ethics*, Vol. 85 p. 239-249, 30 september 2008.

Arends, Cursus Belastingrecht IB.5.0.7.B

A.J.M. Arends, 'Beoordeling van de vermogensrendementsheffing', *Cursus Belastingrecht IB.5.0.7.B*, 19 april 2021.

Baresa, Bogdan en Ivanovic

S. Baresa, S. Bogdan en Z. Ivanovic, 'Strategy of stock valuation by fundamental analysis', *UTMS Journal of Economics*, Vol. 4(1) p. 45-51, 2013.

Basse en Reddeman, MF

T. Basse en S. Reddeman, 'Inflation and the dividend policy of US firms', *Managerial finance*, 31 januari 2011.

Berkhout en Hoogeveen, WFR 2015/4

T.M. Berkhout en M.J. Hoogeveen, 'Falsifieerbare normen en omstandighedencatalogus voor vastgoedexploitanten', *Weekblad Fiscaal Recht 2015/4*, 2 januari 2015.

Billi en Kahn

R.M. Billi en G.A. Kahn, 'What is the optimal inflation rate', *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2008.

Boer, NTFR 2015/759

J.P. Boer, 'Bron van inkomen. Een onderzoek naar de invulling van het bronbegrip door de Hoge Raad', *Nederlands Tijdschrift voor Fiscaal Recht 2015/759*, 26 februari 2015

Daniel en Moskowitz, Journal of Financial Economics

K. Daniel en T. J. Moskowitz, 'Momentum crashes', *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, p. 221-247, 2016.

Dissanayake en Biyiri, *BMR*

T.D.S.H. Dissanayake en E.W. Biyiri, 'The impact of internal factors on share price: Reference to hotel industry in Colombo stock exchange', *Business and Management Research Journal*, Vol. 7(3) p. 33 – 37, April 2017.

Dusarduijn, *Vermogensrendementsheffing 2010/4.4.3.3*

S.M.H. Dusarduijn FB, 'Geen Benthamse progressie', *Vermogensrendementsheffing 2010/4.4.3.3*, 12 juli 2010.

Elsweier, *FM nr. 153 2018/2.9.2.1*

F.J. Elswelier, 'Toetsen aan de grondwet en beginselen', *Fiscale monografieën nr. 1532018/2.9.2.1*, 1 april 2018.

Elsweier, *FM nr. 153 2018/1.3.2.1.2*

F.J. Elswelier, 'Doeltreffendheid (effectiviteit) en doelmatigheid (efficiëntie)', *Fiscale monografieën nr. 1532018/1.3.2.1.2*, 1 april 2018.

Gradus, *WFR 2019/58*

R.H.J.M. Gradus, 'Heffings- en arbeidskortingen: weg van het instrumentalisme', *Weekblad Fiscaal Recht 2019/58*, 26 maart 2019.

Gribnau, *WFR 2000/902*

J.L.M. Gribnau, 'Perspectieven op het gelijkheidsbeginsel', *Weekblad Fiscaal Recht 2000/902*, 1 januari 2000.

Goltz en Ni Lai, *The Journal of Derivatives*

F. Goltz en W. Ni Lai, 'Empirical Properties of Straddle Returns', *The Journal of Derivatives*, Vol. 17 (1) p. 38-48, 2009.

Heithuis, *WFR 2021/48*

E.J.W. Heithuis, 'Belastingheffing over inkomsten uit vermogen', *Weekblad Fiscaal Recht 2021/48*, 1 maart 2021.

Hof, *WFR 2014/1483*

N. van het Hof, 'De capital gains tax, inflatie en het effect op de aandelenmarkt', *Weekblad Fiscaal Recht 2014/1483*, 18 november 2014.

Hoogeveen, *Cursus Belastingrecht 2017/IB.2.3.1.B*

M.J. Hoogeveen, 'De tariefstructuur in verband met draagkracht', *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.2.3.1.B*, 22 januari 2021.

Hoogeveen, *Cursus Belastingrecht 2017/IB.3.4.1.B*

M.J. Hoogeveen, 'Overige werkzaamheden', *Cursus Belastingrecht Archief 2017/IB.3.4.1.B*, 17 maart 2021.

Hoogeveen, *Cursus Belastingrecht 2017/IB.2.3.4*

M.J. Hoogeveen, 'Tarief belastbaar inkomen uit sparen en beleggen (box 3)', *Cursus Belastingrecht 2017/IB.2.3.4*, 22 januari 2021.

Jitmaneroj

B. Jitmaneroj, 'Does investor sentiment affect price-earnings ratios?', *Studies in Economics and Finance*, Vol. 34(2), 5 juni 2017.

Kamar

K. Kamar, 'Analysis of the Effect of Return on Equity (Roe) and Debt to Equity Ratio (Der) On Stock Price on Cement Industry Listed In Indonesia Stock Exchange (Idx) In the Year of 2011-2015', *IOSR Journal of Business and Management*, Vol 19(5) p. 66-76, mei 2017.

Kavelaars, WFR 2016/131

P. Kavelaars, 'Van box 3 naar een vermogensmutatieheffing', *Weekblad Fiscaal Recht* 2016/131. 21 juni 2016.

Kempen, Cursus Belastingrecht IB.0.0.1

M.L.M. van Kempen, 'De grondslag van de inkomstenbelasting', *Cursus Belastingrecht IB.0.0.1*, 23 maart 2021.

Klemm, Hebous en Waerzeggers, IMF No. 2021/145

A.D. Klemm, S. Hebous, C. J. Waerzeggers, 'Capital Income Taxation in the Netherlands', *IMF No. 2021/145*, 27 mei 2021.

Langen, 1950

W.J. de Langen, 'Grondbeginselen van ons belastingstelsel' (oratie Amsterdam UvA), Alphen aan den Rijn: N. Samsom N.V. 1950, p. 5.

Ligthart, Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.2.3

G.Th. Ligthart, 'Voordeel beogen/verwachten', *Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.2.3*, 1 December 2017.

Ligthart, Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.3.1

G.Th. Ligthart, 'Uitponden van onroerende zaken', *Belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden 2018/2.3.1*, 1 December 2017.

Van Lint, NTFR 2016/312

A.J. van Lint, 'Hoe zit het met de fundering?', *Nederlands Tijdschrift voor Fiscaal Recht* 2016/312, 7 januari 2016.

Liu, SPIVA

B. liu, 'SPIVA U.S. Scoreboard', *SPIVA*, April 2020.

Loginov

A. Loginov, 'On increasing the scope of genetic programming trading agents', *Dalhousie University Library*, 2020.

Mah

K.W. Mah, 'Stock price prediction using machine learning', *Dublin Business School*, 19 september 2020.

Menkhoff e.a., *Journal of Financial Economics*

L. Menkhoff, L. Sarna, M. Schmeling, A. Schimpf, 'Currency momentum strategies', *Journal of Financial Economics*, Vol. 106, p. 660-684, 2012.

Merton

R.C. Merton, 'Options', *Finance*, p. 213-218, 1989.

Petrusheva en Jordanoski

N. Petrusheva and I. Jordanoski, 'comparative analysis between fundamental and technical analysis of stocks', *Journal of Process Management*, Vol, 4(2) p.26-31, 2016.

Poelmann, *Cursus Belastingrecht FBR.4.4.0.*

E.Poelmann, 'Het gelijkheidsbeginsel'. *Cursus Belastingrecht FBR.4.4.0*, 2 februari 2021.

PwC, 2021

PwC, 'Onderzoek naar de praktische uitvoerbaarheid van een heffing in Box 3 op basis van werkelijk rendement', 13 april 2021.

De Reus, *FM nr. 12 2020/4.4.4.3*

M.M. de Reus, 'Exploitatie van vermogen in een duurzame organisatie van arbeid en kapitaal', *Fiscale Monografieën 12 2020/4.4.4.3*, 1 maart 2020.

Rozendal, *Themapagina Navigator*

A. Rozendal, 'Vastgoedexploitatie in de inkomstenbelasting', *Themapagina Navigator*, 2020.

Ruiten, *V-N 2020/7.0*

H. van Ruiten, 'Uitvergroot: Twee schijven?', *Vakstudie nieuws V-N 2020/7.0*, 29 januari 2020.

Schwert, *Financial Analysts Journal*

G.W. Schwert, 'Stock Market Volatility', *Financial Analysts Journal*, Vol. 46 (3), p. 23-24, 1990.

Stevens, *Fiscale Handboeken nr. 2*

L.G.M. Stevens, 'Samenhang tussen de boxen en toerekening van de inkomensbestanddelen aan de afzonderlijke boxen', *Fiscale Handboeken nr. 2*, 1 maart 2020.

Stevens, *Fiscale Handboeken nr. 2*

L.G.M. Stevens, 'De theoretische en historische achtergrond', *Fiscale Handboeken nr. 2*, 1 maart 2020.

Stevens, *Fiscale Handboeken nr. 2*

L.G.M. Stevens, 'Uitgangspunt van de vermogensrendementsheffing', *Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale Handboeken nr. 2) 2020/10.1*, 1 maart 2020.

Stevens, *WFR 2015/1172*

S. A. Stevens, 'De voorgestelde aanpassingen in box 3 en de eigen woning', *Weekblad Fiscaal Recht 2015/1172*, 6 oktober 2015.

Staatssecretaris van Financiën, *V-N 2019/22.5*

Staatssecretaris van Financiën, 'Meer onderzoek nodig naar box 3-heffing op basis van werkelijk rendement', *Vakstudie Nieuws 2019/22.5*, 15 april 2019.

Sunaryo

D. Sunaryo, 'The Effect of Earning Per Share (EPS) and Dividend Per Share (DPS) on Share Prices', *Journal of research in business economics and education*, Vol. 2(5), Oktober 2020

Talberg e .a.

M.Talberg, C.Winge, S,Frydenberg and S.Westgaard, 'Capital Structure Across Industries', *International Journal of the Economics of Business*, Vol 15(2) p. 181-200, 18 juni 2008.

Tessaromatis, SSRN

N. Tessaromatis, 'stock market sensitivity to interest rates and inflation', *Social Science Research Network*, Vol 392589, 2003.

Thormann en Rasmussen

A. Thormann en H.F Rasmussen, 'The Discounted Cash Flow Terminal Value Model as an Investment Strategy', *Copenhagen Business School*, 15 mei 2019.

Velankar, Chandani en Ahuja, PIJMIT

N. Velankar, A. Chandani, A. Ahuja, 'Impact of Eps and DPS on Stock Price: A Study of Selected Public Sector Banks of India', *Prestige International Journal of Management & IT - Sanchayan* 06/01, p. 111-121, 2017.

Wijtvliet, WFR 2021/58

L.W.D. Wijtvliet, 'Het draagkrachtbeginsel en andere verdelingsbeginselen: gedachten over hun invulling, rol en betekenis voor belastingheffing'. *Weekblad Fiscaal Recht* 2021/58, 15 maart 2021.

Yan, Chinese Journal of Law

L. Yan, 'Legal interpretation of Financial Derivative Transaction', *Chinese Journal of Law*, 2012.

7.3 Jurisprudentie

HR 17 augustus 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC5731

HR 7 oktober 1981, nr. 20 733, ECLI:NL:HR:1981:AW9757

HR 15 september 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA2860, FED 1999/692

HR 9 september 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, V-N 2011/43.13

HR 15 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:633

HR 9 September 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071

HR 18 juni 2021, nr. 20/01485 t/m nr. 20/01489, ECLI:NL:HR:2021:953

HR 3 oktober 1990, ECLI:NL:HR:1990:BH7882

HR 24 juni 1992, ECLI:NL:HR:1992:ZC5026

Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 18 september 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:8253, V-N 2019/6.4

Rechtbank Gelderland 1 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5250

Rechtbank Noord-Holland 16 maart 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:1289

Kamerstukken II 35577, nr. 6

Kamerstukken II 31066, nr. 673

Kamerstukken II 1998/99, 26 727, A, p.22

Kamerstukken II, nr. 0000089931

MvT, Kamerstukken II 1998/99, 26 727, nr. 3, p. 132.

Brief Staatssecretaris van Financiën van 18 mei 2020, nr. 2020-0000094149

Voortgangsrapportage box 3 2016

Bijlage bij de brief van de Staatssecretaris van Financiën, 22 september 2016, BLG-783311.

7.4 Boeken

Commissie Inkomstenbelasting over vermogensmutaties 1998

Commissie ter bestudering van de mogelijkheid van belastingheffing over vermogensmutaties, *Inkomstenbelasting over vermogensmutaties: tekst en bespreking van het rapport van de Commissie ter bestudering van de mogelijkheid van belastingheffing over vermogensmutaties*, Deventer: Wolters Kluwer, 1998.

Grima en Thalassinou 2020

S. Grima en I. Thalassinou, *Financial Derivatives: A Blessing or a Curse?*, Bingley: Emerald Publishing Limited 2020.

De Langen 1950

W.J. de Langen, *Grondbeginselen van ons belastingstelsel' (oratie Amsterdam UvA)*, Alphen aan den Rijn: N. Samsom N.V. 1950, p. 5.

De Leeuw 2020

A.E. de Leeuw, *'Scheiding van zeggenschap en belang in de familiesfeer'* (FM nr. 162) 2020/7.7.3.2.1, Deventer: Wolters Kluwer, 2020.

Smith 1776

A. Smith, *Wealth of Nations*, 1776.

Sutcliffe 2018

C.M.S. Sutcliffe, *Stock Index Futures*, Abingdon: Routledge 2018.