

Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Diritto dell'Economia

**“L'imposta sulle transazioni finanziarie:
applicazione ed elusione”**

Relatore:

Prof. Giuseppe Di Gaspare

Candidato:

Eva D'Agostino

Matr.065792

Anno Accademico 2012/2013

INDICE

INTRODUZIONE	2
I. DA UN'IMPOSTA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE A LIVELLO GLOBALE A UNA SUA IMPLEMENTAZIONE NELL'UNIONE EUROPEA	4
I.1 La riscoperta dell'imposta	4
I.2 Le prime valutazioni	8
<i>I.2.1 Il Fondo Monetario Internazionale</i>	8
<i>I.2.2 La Commissione Europea</i>	12
I.3 Un cambiamento radicale	17
II. L'ELUSIONE E LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE EUROPEA	25
II.1 Il problema dell'elusione	25
<i>II.1.1 Elusione mediante spostamento verso altri mercati</i>	26
<i>II.1.2 Elusione mediante spostamento verso altri prodotti</i>	37
II.2 La prima proposta di direttiva della Commissione Europea	41
<i>II.2.1 Le motivazioni</i>	42
<i>II.2.2 La prima proposta della Commissione Europea</i>	45
II.3 La cooperazione rafforzata	49
<i>II.3.1 Il mancato accordo e la cooperazione rafforzata</i>	49
<i>II.3.2 La seconda proposta di direttiva della Commissione Europea</i>	53
CONCLUSIONI	57
BIBLIOGRAFIA	60

INTRODUZIONE

L'imposta sulle transazioni finanziarie è un'imposta sulla vendita, l'acquisto e il trasferimento di prodotti finanziari.

È possibile individuarne differenti formulazioni, a seconda che la base imponibile comprenda gli strumenti dei mercati valutari (*currency transactions tax*), dei mercati dei capitali (*securities transactions tax*) o di tutti i segmenti del mercato finanziario (*financial transactions tax*) ed a seconda che l'evento esigibile sia identificato con il passaggio di proprietà di tali titoli (*stamp duty*) o semplicemente con l'esecuzione di transazioni.

Benché tale tipologia di misura fiscale esista sin dalla fine del XIX secolo, i primi ad ipotizzarne una sua implementazione a fini regolamentari furono John Maynard Keynes, nel 1936, e James Tobin, nel 1972 e nel 1978. I due economisti ne promossero l'adozione al fine di contenere la speculazione, rispettivamente, nel mercato azionario e obbligazionario statunitense e nei mercati dei cambi.

Lo scoppio della crisi dei mutui *subprime* ha fatto sì che l'attenzione dei governi e dell'opinione pubblica si concentrasse nuovamente sull'eventualità di una sua introduzione.

L'obiettivo di questo elaborato è analizzare le proposte della Commissione Europea di imposta sulle transazioni finanziarie alla luce della loro esposizione all'elusione.

Nello specifico, la finalità è esaminare, in primo luogo, il percorso che ha portato all'ipotesi di implementare tale imposta a livello europeo e il ruolo che il problema dell'elusione ha avuto nel determinare le diverse posizioni in merito. In secondo luogo, si è cercato di valutare quanto siano suscettibili di elusione le proposte di imposta sulle transazioni finanziarie della Commissione Europea del 28 settembre 2011 e del 14 febbraio 2013 da introdurre, rispettivamente, nell'Unione Europea ed in undici Stati membri mediante la procedura di cooperazione rafforzata.

L'elaborato è strutturato come segue: nel capitolo I si sono analizzati i negoziati che hanno condotto dall'idea di adottare globalmente un'imposta

sulle transazioni finanziarie alla possibilità di una sua applicazione nell'Unione Europea e, successivamente, in undici Stati membri. È importante ricostruire le tappe di tale processo giacché, passando dal livello globale al livello regionale, emerge il problema dell'elusione e poiché, come già asserito, l'esposizione di tale imposta all'elusione è stata una delle motivazioni alla base dell'opposizione ad una sua introduzione del Fondo Monetario Internazionale e, inizialmente, della Commissione Europea.

Nel capitolo II si sono individuate due principali modalità di elusione, quali l'elusione mediante migrazione delle transazioni *offshore* e l'elusione mediante spostamento delle stesse su prodotti finanziari non rientranti nell'ambito di applicazione dell'imposta. Per ogni strategia sono stati individuati due casi empirici, a dimostrazione di come le imposte sulle transazioni finanziarie possano essere nel concreto eluse dagli operatori dei mercati finanziari. Ciò allo scopo di comprendere meglio sulla base di quali criteri la Commissione Europea ha progettato le sue proposte e le critiche che sono state mosse loro. Sono state, dunque, valutate le formulazioni dell'imposta sulle transazioni finanziarie suggerite dalla Commissione.

È bene notare che in questo elaborato sono stati analizzati gli appelli all'implementazione di un'imposta sulle transazioni finanziarie successivi all'insorgere della crisi del 2007 e che non sono stati esaminati i casi di elusione di imposte sulle transazioni valutarie, in quanto, in entrambe le proposte della Commissione, gli scambi effettuati sul mercato dei cambi a pronti sono esenti da imposizione.

I. DA UN'IMPOSTA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE A LIVELLO GLOBALE A UNA SUA IMPLEMENTAZIONE NELL'UNIONE EUROPEA

I.1 La riscoperta dell'imposta

I proposed a uniform worldwide tax on spot transactions across currencies in 1972 (Tobin, 1974) and in 1978 in my presidential address to the Eastern Economics Association (Tobin, 1978). I have written and spoken on the proposal several time since, but I'm not the type to wage ardent crusades for my crackpot ideas [...]. When foreign exchanges seem to be messing up monetary and economic affairs in the ways that then seemed to me to be inevitable, my proposal gets discovered or rediscovered. (Tobin, 1996 : 493)

La crisi dei mutui subprime, originatasi negli Stati Uniti nel 2007, assunse, nel 2008, una dimensione globale. Progressivamente, gli esiti dello scoppio della bolla immobiliare e del crollo del mercato dei derivati statunitensi si propagarono, in virtù della finanza globalizzata, nei mercati finanziari nazionali e la crisi, sorta nel mercato mobiliare, si estese all'economia reale (cfr. Di Gaspare, 2011b).

Al fine di salvare i sistemi bancari, i governi e le banche centrali furono costretti ad intervenire con misure proporzionate all'esposizione delle holding finanziarie nazionali nel mercato dei derivati.

Secondo uno studio di Laeven e Valencia (2013)¹, a partire dal 2007, si sono verificate diciassette crisi bancarie sistemiche ed otto casi limite:

¹ Laeven e Valencia hanno condotto uno studio concernente le crisi bancarie sistemiche verificatesi dal 1970 al 2011 e sui relativi interventi dei governi nazionali. Per quanto concerne il metodo di rilevazione utilizzato,

una crisi bancaria è definita sistemica se si realizzano due condizioni:

- 1) segni significativi di dissesto finanziario nel sistema bancario (denotati da corse agli sportelli, perdite nel sistema bancario e/o liquidazioni di banche)
- 2) significative misure di intervento in risposta a perdite ingenti nel sistema bancario [...]

Gli interventi nel settore bancario sono considerati significativi se sono state utilizzate almeno tre delle seguenti sei misure:

- 1) congelamento dei depositi e/o bank holidays [sospensione temporanea dei diritti dei depositanti]
- 2) importanti nazionalizzazioni di istituti bancari
- 3) costi lordi di ristrutturazione del sistema bancario (pari almeno al 3% del PIL)

Table 1. Systemic Banking Crises, 2007–2011

Country	Start of Crisis	Date when Systemic	Extensive Liquidity Support	Significant Guarantees on Liabilities	Significant Restructuring Costs	Significant Asset Purchases	Significant Nationalizations
Systemic cases							
Austria	2008	2008	✓	✓	✓		✓
Belgium	2008	2008	✓	✓	✓		✓
Denmark	2008	2009	✓	✓			✓
Germany	2008	2009	✓	✓			✓
Greece	2008	2009	✓	✓	✓		
Iceland	2008	2008	✓	✓	✓		✓
Ireland	2008	2009	✓	✓	✓	✓	✓
Kazakhstan	2008	2010	✓		✓		✓
Latvia	2008	2008	✓	✓			✓
Luxembourg	2008	2008	✓	✓	✓		✓
Mongolia	2008	2009	✓	✓	✓		✓
Netherlands	2008	2008	✓	✓	✓		✓
Nigeria	2009	2011	✓	✓	✓	✓	✓
Spain	2008	2011	✓	✓	✓		
Ukraine	2008	2009	✓		✓		✓
United Kingdom	2007	2008	✓	✓	✓	✓	✓
United States	2007	2008	✓	✓	✓	✓	✓
Borderline cases							
France	2008		✓	✓			
Hungary	2008		✓	✓			
Italy	2008		✓	✓			
Portugal	2008		✓	✓			
Russia	2008		✓	✓			
Slovenia	2008		✓	✓			
Sweden	2008		✓	✓			
Switzerland	2008		✓			✓	

Source: Authors' calculations.

Tabella 1 Crisi bancarie sistemiche e casi limite (2007-2011)

Laeven e Valencia (2013)

- 4) ampio supporto di liquidità (5% dei depositi e delle passività verso i non residenti)
 - 5) concessioni di significative garanzie
 - 6) ingenti acquisti di titoli (pari almeno al 5% del PIL)
- [traduzione propria] (Laeven e Valencia, 2013: 229)

È bene notare che sono definite sistemiche anche le crisi bancarie tali per cui:

- i) il sistema bancario nazionale ha subito perdite, derivanti da prestiti non performanti, superiori al 20% o si è verificata la chiusura di banche [rappresentanti] almeno il 20% delle attività del sistema bancario
- [traduzione propria]

oppure

- ii) i costi di ristrutturazione del sistema bancario [...] eccedono il 5% del PIL.
- [traduzione propria] (Laeven e Valencia, 2013: 230)

Sulla base di tale rilevazione, è possibile dunque asserire che la crisi dei mutui subprime non ha prodotto ovunque i medesimi effetti. Maggiormente colpiti sono stati il settore bancario e, conseguentemente, l'economia reale e le finanze pubbliche degli Stati Uniti, del Regno Unito e dei Paesi dell'Eurozona.

Laeven e Valencia hanno stimato che, dal 2007 per gli Stati Uniti e il Regno Unito e dal 2008 per gli Stati dell'Eurozona, la perdita di output, ossia la deviazione del Pil dal suo trend, è stata del 23% per i Paesi dell'Eurozona, del 25% per il Regno Unito e del 31% per gli Stati Uniti. Per l'implementazione delle misure specificatamente destinate al risanamento del settore finanziario², sono state utilizzate risorse pari al 3,9% del Pil da parte dei Paesi dell'area euro, al 8,8% del Pil da parte della Gran Bretagna e al 4,5% del Pil da parte degli Stati Uniti. L'aumento del debito pubblico, calcolato come la differenza tra le proiezioni pre- e post-crisi, in percentuale sul Pil, è stato del 19,9% per gli Stati dell'Eurozona, del 24,4% per il Regno Unito e del 23,6% per gli Stati Uniti (Laeven e Valencia 2012).

Nel 2009, il tasso di crescita del Pil reale fu negativo negli Stati Uniti (-3,1%), nel Regno Unito (-4,0%) e nell'area euro (-4,4%)(OECD 2009).

In tale contesto di recessione e di mancanza di risorse, la crescente consapevolezza che tutto ciò fosse, in maniera preminente, il prodotto della deregolamentazione finanziaria e della finanza speculativa, spinse i governi nazionali a cercare di implementare misure volte a rafforzare la vigilanza sui mercati finanziari e a far sì che il settore finanziario sostenesse i costi dell'attuale crisi e di eventuali crisi future.

Come in parte preannunciato da Tobin, nei forum internazionali si iniziò a discutere l'adozione di un'imposta a livello globale, che potesse limitare le transazioni finanziarie di natura preminentemente speculativa e, al contempo, generare entrate.

È bene notare che, sebbene quest'ultima proprietà dell'imposta fosse considerata, da Tobin, come secondaria rispetto alla capacità di ridurre le transazioni speculative a breve termine (Tobin, 1996), la carenza di risorse e la

² “Tali misure comprendono la ricapitalizzazione delle banche, ma escludono l'acquisto di titoli e l'immissione di liquidità da parte del Tesoro” [traduzione propria] (Laeven e Valencia, 2012 : 26)

necessità di ottemperare agli impegni presi a livello di politica di cooperazione allo sviluppo (ad esempio con la Dichiarazione del Millennio del settembre 2000) e di politica ambientale fece sì che l'imposta sulle transazioni finanziarie fosse esaminata, oltre che in ambito di regolamentazione dei mercati finanziari, come fonte di finanziamento (cfr TUAC, 2010; Commissione Europea, 2010a). In occasione del vertice di Pittsburgh del 24 e 25 settembre 2009, i leader del G20, dopo aver affermato il bisogno di un coordinamento a livello globale e di una maggiore regolamentazione del settore finanziario, invitarono il Fondo Monetario Internazionale ad analizzare come i costi di eventuali crisi bancarie potessero non ricadere esclusivamente sulle finanze statali ed essere, dunque, sostenuti anche dallo stesso settore finanziario (G20, 2009).

Similmente, la Commissione Europea fu esortata dal Consiglio Europeo, riunitosi il 29 e 30 ottobre 2009, ad analizzare meccanismi di finanziamento innovativi a livello globale (Consiglio Europeo, 2009a).

Nella riunione del Consiglio Europeo del 10 e 11 dicembre 2009, i capi di stato e di governo affermarono l'importanza di rendere più efficiente la vigilanza del settore finanziario, essendo la crisi la conseguenza dell'insufficiente regolazione e controllo dei mercati. Fu altresì asserita la necessità di rinnovare il contratto economico e sociale tra gli istituti finanziari e la società. A tal fine, il Consiglio Europeo sollecitò il Fondo Monetario Internazionale a vagliare le possibili misure in merito, tra cui “[...] un prelievo sulle operazioni finanziarie a livello mondiale [...]” (Consiglio Europeo, 2009b).

Durante il Consiglio Europeo di Bruxelles del dicembre 2009, si fece, pertanto, esplicito riferimento ad un'imposta sulle transazioni finanziarie.

Tuttavia, fu il Parlamento Europeo a sollecitare la Commissione Europea a compiere più approfonditi studi al riguardo.

Nel corso dell'interrogazione alla Commissione Europea del 24 febbraio 2010, alcuni parlamentari, appartenenti al Partito Popolare Europeo (PPE), al gruppo dei Conservatori e Riformisti Europei (ECR) e all'Alleanza dei Democratici e dei Liberali per l'Europa (ALDE), sollevarono dubbi circa la fattibilità di un'applicazione dell'imposta unicamente a livello europeo che non andasse a compromettere la competitività del mercato finanziario interno. È bene notare

che tale riserva era condivisa anche da Algirdas Šemeta, commissario per la fiscalità e l'unione doganale, che affermò che la Commissione propendeva per un'implementazione a livello globale dell'imposta (Parlamento Europeo 2010a).

Sulla base di tale dibattito, il 10 marzo 2010, il Parlamento Europeo adottò una risoluzione concernente la tassazione delle operazioni finanziarie.

In tale risoluzione, il Parlamento Europeo sostenne l'importanza di definire, all'interno dell'Unione, un'unica posizione in merito alla tassazione del settore finanziario. A tal fine, la Commissione Europea fu invitata a prendere in esame, oltre che gli effetti della tassa sulla volatilità dei prezzi e sul volume di transazioni, “le esperienze passate [...], soprattutto in termini di evasione fiscale e migrazione di capitale o fornitura di servizi in ubicazioni alternative [...]” (Parlamento Europeo, 2010b: paragrafo 3a).

Inizìò, dunque, ad emergere il problema dell'elusione dell'imposta sulle transazioni finanziarie mediante spostamento verso altri mercati.

Della possibilità di compromettere la competitività dei mercati finanziari europei con un'adozione dell'imposta a livello regionale, erano consapevoli anche i membri del Consiglio Europeo, che, durante la riunione del 17 giugno 2010, ribadirono l'importanza di un coordinamento globale in ambito di tassazione delle istituzioni finanziarie (Consiglio Europeo, 2010a).

I.2 Le prime valutazioni

Nel 2010, in seguito alle esortazioni, da parte dei principali attori internazionali, a valutare la possibilità di applicare un'imposta sulle transazioni finanziarie, furono pubblicate le prime relazioni ufficiali in materia.

I.2.1 Il Fondo Monetario Internazionale

Nel giugno 2010, il Fondo Monetario Internazionale presentò, per il vertice del G20 di Toronto, lo studio “A Fair and Substantial Contribution by the

Financial Sector” (IMF, 2010a), concernente le modalità attraverso cui il settore finanziario potesse rifondere le perdite derivanti da attuali ed eventuali crisi bancarie.

Come già asserito precedentemente, parallelamente al propagarsi e all’aggravarsi della crisi dei mutui subprime, crebbe l’interesse verso strumenti fiscali che potessero limitare l’eccessiva assunzione di rischio da parte delle istituzioni finanziarie e, al contempo, generare entrate sufficienti a restituire ai governi le risorse utilizzate per il salvataggio del sistema bancario, nonché a finanziare politiche a sostegno dell’economia reale e ipotetici futuri interventi statali a supporto del settore.

A giudizio del Fondo Monetario Internazionale, un’imposta sulle transazioni finanziarie non poteva essere funzionale al conseguimento dei suddetti obiettivi.

Per quanto concerne la necessità di contenere comportamenti potenzialmente nocivi da parte degli operatori dei mercati finanziari, l’imposta, essendo incentrata sullo scambio di strumenti finanziari, non avrebbe agito su quelli che il Fondo Monetario Internazionale considera i veri fattori di rischio, ossia le dimensioni delle istituzioni³, la loro interconnessione e l’insostituibilità⁴.

Inoltre, dato che non tutte le transazioni a breve termine sono di natura speculativa e che non sembra esservi una correlazione tra i (bassi) costi di transazione e il formarsi di bolle speculative, essa, aumentando i costi di transazione e riducendo il volume di transazioni a breve termine, non avrebbe contribuito all’efficienza e all’equilibrio dei mercati. Piuttosto, avrebbe compromesso le operazioni di diversificazione del rischio e incrementato i costi del capitale, a scapito dell’economia reale.

In definitiva, in base a quanto asserito nello studio del Fondo Monetario Internazionale, le argomentazioni circa le proprietà economiche dell’imposta sulle transazioni finanziarie, ossia circa la possibilità di correggere

³ Per dimensione dell’istituzione si deve intendere, secondo quanto asserito da Erlend W. Nier, l’ammontare delle passività e delle attività dell’istituzione (Nier, 2009).

⁴ Con il concetto di insostituibilità si fa riferimento all’indispensabilità della continua erogazione dei servizi da parte dell’istituzione finanziaria: più la sostituibilità è limitata, maggiore è l’apporto del fallimento dell’istituzione in questione allo scoppio di una crisi sistemica (Nier, 2009).

comportamenti dannosi nei mercati finanziari mediante una sua implementazione, erano fallaci.

Relativamente alla necessità di maggiori risorse, secondo il Fondo Monetario Internazionale, tale strumento fiscale non era adatto a generare entrate.

In primo luogo, tassando anche le transazioni tra le imprese, l'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe influito sulle decisioni di produzione, con conseguente perdita di output⁵. Secondariamente, sarebbe stata esposta all'elusione mediante integrazione nonché all'elusione mediante ingegneria finanziaria, oltre che all'elusione mediante spostamento verso altri mercati (se non applicata a livello globale) (IMF, 2010a).

Perplessità furono sollevate dal Fondo Monetario Internazionale anche circa i reali soggetti passivi dell'imposta sulle transazioni finanziarie. In particolare se fosse stata applicata a tutte le istituzioni finanziarie, il carico fiscale sarebbe ricaduto sui consumatori finali dei servizi finanziari, ossia essa avrebbe comportato una riduzione della redditività del capitale investito nonché un incremento del costo del capitale e del prezzo degli strumenti finanziari. È bene notare che, presumibilmente, l'applicazione dell'imposta a un numero limitato di soggetti determina chi ne sosterrà di fatto l'onere fiscale giacché, in presenza di un mercato concorrenziale ove operano anche intermediari non tassati, le istituzioni finanziarie non potranno, pena la perdita della propria quota di mercato, far gravare i più alti costi di transazione derivanti dall'imposta sui propri clienti.

È utile accennare brevemente le misure fiscali proposte dal Fondo Monetario Internazionale. Ciò consente di comprendere meglio perché, a giudizio di tale istituzione, l'imposta sulle transazioni finanziarie non fosse lo strumento fiscale più opportuno al perseguimento degli obiettivi suddetti e, dunque, come le esternalità negative da essa prodotte fossero assolutamente evitabili.

Per raccogliere le risorse per eventuali ulteriori interventi governativi a supporto del settore e, al contempo, ridurre i fattori di rischio sistemico, il

⁵ Per approfondimenti su come l'imposta sulle transazioni finanziarie, essendo applicata ad ogni fase del processo di produzione, ivi incluso l'acquisto di input, influisca negativamente sulle decisioni di produzione e sull'allocazione efficiente delle risorse vedi Matheson, 2011.

Fondo Monetario Internazionale propose l'implementazione del *Financial Stability Contribution* (FSC).

La base imponibile di tale tassa sarebbe stata costituita dal passivo di bilancio, ivi incluse le attività fuori bilancio, ma escluso il capitale di base, con la possibilità di dedurre le passività garantite. Ciò le avrebbe permesso di agire su uno dei sopracitati fattori di rischio microsistemico. L'aliquota sarebbe variata in funzione dei rischi assunti dall'istituzione finanziaria e del suo contributo al rischio sistemico⁶. Occorre precisare che, nonostante quanto appena affermato circa la correlazione tra mercato concorrenziale e reali soggetti passivi, tale misura fiscale avrebbe dovuto esser applicata alla totalità delle istituzioni finanziarie, al fine di impedire lo spostamento dei rischi sistemici e di far sì che “tutte le istituzioni beneficiassero del bene pubblico della maggiore stabilità finanziaria [da essa derivante]” [traduzione propria] (IMF, 2010a: 13).

Data l'integrazione dei mercati finanziari e la possibilità di eludere la tassa mediante spostamento verso altre giurisdizioni, il Fondo Monetario Internazionale affermò l'importanza di un coordinamento a livello globale.

Le entrate generate dal *Financial Stability Contribution* sarebbero confluite nelle casse dello stato e/o avrebbero finanziato un fondo di risoluzione; in tal caso, al fine di prevenire un incremento del *moral hazard*, l'implementazione di tale tassa sarebbe stata condizionata alla creazione di un efficiente meccanismo di risoluzione

Le risorse utilizzate, durante l'attuale crisi, per gli interventi governativi a supporto del settore potevano essere recuperate, secondo il Fondo Monetario Internazionale, mediante una “*backward-looking tax*”. La tassa sarebbe stata basata sul bilancio delle istituzioni finanziarie antecedente la crisi, con conseguente riduzione delle probabilità di elusione mediante spostamento in altre giurisdizioni e di trasferimento dell'onere fiscale sui clienti.

⁶ Progettata così l'aliquota, a dover versare maggiori contributi sarebbero state le grandi istituzioni finanziarie. In tal modo, esse avrebbero pagato per il potere di mercato acquisito in virtù della safety net governativa.

Tuttavia, come asserito in uno studio della Commissione Sindacale Consultiva presso l'OCSE, la *Financial Stability Contribution* si baserebbe sull'“abilità del regolatore a valutare correttamente il [profilo di] rischio della banca [...]” [traduzione propria] (TUAC, 2010: 14), operazione alquanto complessa in un contesto di (ancora) insufficiente regolamentazione.

Come strumento fiscale volto a far sì che il settore finanziario sostenesse anche i costi reali delle crisi e a correggere alcuni comportamenti nocivi da parte degli operatori dei mercati, il Fondo Monetario Internazionale indicò la *Financial Activities Tax* (FAT). L'imposta sulle attività finanziarie avrebbe tassato i profitti e le remunerazioni delle istituzioni finanziarie. Nello specifico, sarebbero state possibili tre diverse varianti della tassa, a seconda che la base imponibile comprendesse tutti i profitti e le remunerazioni del settore finanziario (FAT1), le rendite da capitale e da lavoro di cui beneficia il settore finanziario (FAT2) o i profitti superiori a un determinato standard (FAT3)⁷.

È bene notare che la FAT1 avrebbe consentito di applicare una sorta di imposta sul valore aggiunto nel settore finanziario e che la FAT3 avrebbe permesso di disincentivare l'eccessiva assunzione di rischio da parte degli intermediari (IMF, 2010a).

A giudizio del Fondo Monetario Internazionale, l'imposta sulle attività finanziarie sarebbe stata esposta all'elusione in misura minore rispetto all'imposta sulle transazioni finanziarie, dato il diverso grado di mobilità delle rispettive basi imponibili.

I.2.2 La Commissione Europea

La Commissione Europea analizzò le diverse modalità di tassazione del settore finanziario in due studi, quali "Innovative Financing at a Global Level" (Commissione Europea, 2010a), pubblicato nell'aprile 2010, e "Financial Sector Taxation" (Commissione Europea, 2010c), allegato ad una comunicazione inoltrata alle altre istituzioni ed organi europei nell'ottobre dello stesso anno.

Nel primo documento di lavoro furono esaminati, oltre che l'imposta sulle transazioni finanziarie, la *Stability Fee* proposta dal governo svedese⁸, la

⁷ Per approfondimenti sull'imposta sulle attività finanziarie vedi Keen, Krelove e Norregaard, 2010.

⁸ Nel gennaio 2010, il governo svedese avanzò l'ipotesi di implementare a livello europeo una tassa tesa a riequilibrare il rapporto tra capitale di prestito e capitale proprio, ossia volta a disincentivare "il potenzialmente rischioso rifinanziamento delle banche attraverso strumenti di

Financial Crisis Responsibility Fee progettata dall'amministrazione Obama⁹, la *Liquidity Risk Charge* ideata da Perotti e Suarez¹⁰ e l'imposta sui bonus; nel secondo furono confrontate l'imposta sulle attività finanziarie e l'imposta sulle transazioni finanziarie.

Conformemente a quanto richiesto nei summenzionati appelli da parte del Consiglio Europeo e del Parlamento, tali strumenti fiscali furono valutati come misure volte a rafforzare la regolamentazione dei mercati finanziari ed a incrementare il gettito fiscale.

In entrambi gli studi, la Commissione Europea avanzò forti dubbi sull'imposta sulle transazioni finanziarie. Similmente al Fondo Monetario Internazionale, la Commissione giudicò negativamente l'impatto dell'imposta sull'efficienza e sulla stabilità dei mercati.

In primo luogo, data l'impossibilità di discernere decisioni di investimento basate sui fondamentali economici e decisioni di investimento fondate sull'andamento dei prezzi dei titoli sulla base dell'orizzonte temporale, l'imposta, gravando in misura maggiore sulle transazioni a breve termine, non avrebbe ridotto unicamente le transazioni di natura speculativa. Si sarebbe verificata anche una contrazione delle transazioni tese a individuare le controparti degli scambi, nonché delle transazioni che rendono possibile l'arbitraggio funzionale a livellare i prezzi nei mercati (Commissione Europea, 2010c).

Tuttavia, è bene notare che, a giudizio della Commissione Europea, non era ancora possibile individuare con certezza la tipologia di correlazione esistente

debito" [traduzione propria] (Commissione Europea, 2010a: 17). La base imponibile sarebbe stata costituita da una parte delle passività delle istituzioni e l'aliquota sarebbe stata proporzionale al rischio ad esse correlato. Le entrate avrebbero finanziato un fondo di stabilità. Per approfondimenti vedi IMF, 2010b.

⁹ La *Financial Crisis Responsibility Fee* fu concepita come una tassa funzionale a restituire al governo statunitense le risorse utilizzate nell'ambito del Troubled Asset Relief Program (TARP). Soggetti passivi della tassa sarebbero dovute essere le istituzioni finanziarie con attivi superiori ai 50 miliardi di dollari. La base imponibile sarebbe stata costituita dal totale delle passività meno il capitale di base e i depositi garantiti (Commissione Europea, 2010a).

¹⁰ La finalità della proposta di Perotti e Suarez era quella di tassare il ricorso degli istituti bancari a finanziamenti a breve termine, nella misura in cui tale pratica incrementava "il contributo della banca alla vulnerabilità del sistema" [traduzione propria] (Perotti e Suarez, 2009 : 2).

tra la riduzione del volume di transazioni, la minore liquidità e l'incremento della volatilità dei prezzi.

Relativamente alla capacità dell'imposta di disincentivare, mediante un aumento dei costi di transazione, il trading ad alta frequenza, la Commissione asserì che ciò non necessariamente avrebbe diminuito le probabilità di una crisi giacché i principali fattori di rischio sembravano risiedere nello smisurato ricorso all'effetto di leva finanziaria e nell'assunzione di rischio nelle posizioni di bilancio, piuttosto che nell'eccesso di transazioni (Commissione Europea, 2010a).

Inoltre, l'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe aumentato i costi di diversificazione del rischio ed i costi del capitale per le imprese ed i governi. Sarebbe stato possibile evitare quest'ultimo effetto esentando alcuni strumenti finanziari, ma ciò avrebbe incrementato i costi amministrativi ed impedito di ridurre la speculazione a breve termine in tutti i segmenti del mercato.

Ciò che, a nostro giudizio, è importante rilevare è l'invito della Commissione Europea a non sottostimare il grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie all'elusione.

Analogamente al Fondo Monetario Internazionale, la Commissione constatò la possibilità di elusione mediante creazione di prodotti finanziari non rientranti nell'ambito di applicazione dell'imposta. Ciò avrebbe reso necessario "un meccanismo che si occupasse dei nuovi strumenti finanziari che possono essere creati in futuro" ed avrebbe posto la questione se "aggiungere tali nuovi strumenti finanziari automaticamente alla base imponibile in ogni stato o negoziare la loro tassazione a livello europeo" [traduzione propria] (Commissione Europea, 2010c: 14).

È chiaro, dunque, che, se fossero state esentate alcune tipologie di transazioni dal pagamento dell'imposta, si sarebbe verificata una contrazione del gettito fiscale a causa dello spostamento degli investitori e degli intermediari su altri prodotti. Da qui la sollecitazione della Commissione a tassare, nell'eventualità dell'implementazione di tale strumento fiscale, più classi di strumenti finanziari possibili.

Inoltre, se la riscossione fosse stata effettuata mediante specifici sistemi di regolamento, come, ad esempio, per il mercato valutario, *la Continuous Linked Settlement (CSL) Bank*, sarebbe stato possibile eludere l'imposta sulle transazioni finanziarie utilizzando istituzioni di regolamento alternative.

Dato l'alto grado di mobilità delle transazioni finanziarie, l'imposta sarebbe stata altresì soggetta a elusione mediante spostamento degli investimenti in giurisdizioni aventi un regime fiscale più favorevole.

Tale constatazione, congiuntamente alla consapevolezza che un'introduzione unilaterale dell'imposta avrebbe potuto alterare la concorrenza tra i vari mercati nazionali, portò la Commissione ad asserire, nel primo documento di lavoro, la necessità di un coordinamento a livello globale. Nel secondo studio, successivo al fallimento dei negoziati in ambito G20 sulla tassazione del settore finanziario¹¹, fu, invece, valutata più dettagliatamente la possibilità di adottare l'imposta sulle transazioni finanziarie unicamente a livello europeo; si cercò altresì di capire, mediante un'analisi delle esperienze passate in materia di tassazione delle transazioni finanziarie, come contenere la suddetta tipologia di elusione.

A giudizio della Commissione Europea, l'elusione dipendeva, in primo luogo, dall'aliquota e dall'ampiezza della base imponibile.

Sarebbe stato possibile minimizzarne le probabilità applicando aliquote differenti a seconda del grado di mobilità degli strumenti e dei mercati finanziari. Tuttavia, ciò avrebbe impedito all'imposta sulle transazioni

¹¹ Tale fallimento è stato sancito dalla dichiarazione finale del vertice di Toronto del 26 e 27 giugno 2010, in cui i leader del G20 affermarono:

noi concordiamo che il settore finanziario debba dare un giusto e sostanziale contributo al pagamento di qualsiasi costo associato agli interventi governativi[...].Noi riconosciamo che sono possibili molteplici approcci a tal fine. Alcune nazioni stanno implementando imposte finanziarie. Altre nazioni stanno seguendo approcci differenti [traduzione propria] (G20, 2010)

In tale occasione, i capi di stato e di governo non riuscirono a trovare un accordo sull'implementazione a livello globale di un'imposta sulle transazioni finanziarie, avallata, in particolare, dal Presidente Sarkozy e dal Cancelliere Merkel, a causa dell'opposizione degli Stati Uniti e del Canada (Belkaïd, 2010).

In generale, il mancato consenso sulla tassazione del settore finanziario si deve alla non uniformità degli effetti della crisi dei mutui subprime sui sistemi bancari e sulle economie reali nazionali (Commissione Europea, 2010c; Laeven e Valencia, 2013).

finanziarie di stabilizzare allo stesso modo tutti i mercati finanziari, reso più difficile la sua gestione, nonché ridotto le entrate e creato distorsioni (Commissione Europea, 2010c).

Perplessità furono sollevate dalla Commissione circa la possibilità che la presenza di economie di agglomerazione costituisse un disincentivo alla migrazione delle transazioni verso altri mercati, dato che tale effetto poteva variare a seconda della tipologia di prodotto finanziario e dell'orizzonte temporale di riferimento.

Come dimostrato dalla *Stamp Duty*¹² britannica, si sarebbe potuto in parte contenere l'elusione subordinando il passaggio di proprietà dei titoli al pagamento dell'imposta.

È bene notare che, secondo la Commissione Europea, l'alto grado di esposizione dell'imposta all'elusione avrebbe potuto influire sulla determinazione dei reali soggetti passivi e sulla sua progressività giacché spostare gli scambi in altri mercati può essere più semplice per gli investitori più ricchi, piuttosto che per gli investitori istituzionali (Commissione Europea, 2010a).

Comparativamente, le probabilità di elusione sarebbero state inferiori per la *Stability Fee svedese*, per la *Financial Crisis Responsibility Fee* e per la *Liquidity Risk Charge*, avendo i bilanci degli istituti bancari un grado di mobilità minore rispetto alle transazioni finanziarie; similmente, la contrazione del gettito fiscale sarebbe stata più contenuta con l'imposta sulle attività finanziarie giacché “la necessità delle società finanziarie di operare [...] ove i consumatori risiedono” [traduzione propria] (Commissione Europea, 2010c: 26) avrebbe frenato lo spostamento degli utili in Stati con regimi fiscali più favorevoli.

Incerta, secondo la Commissione, era la compatibilità dell'imposta sulle transazioni finanziarie, o, più precisamente, sulle transazioni sul mercato valutario e sul mercato dei derivati, con l'art. 63 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e con l'art. XI dell'Accordo Generale sul Commercio dei Servizi.

¹² Per un'analisi più approfondita delle diverse modalità di elusione dell'imposta sulle transazioni finanziarie e delle esperienze nazionali in materia infra capitolo II.

In definitiva, a giudizio della Commissione Europea, sarebbe stato possibile implementare l'imposta sulle transazioni finanziarie unicamente a livello globale; più opportuna per un'adozione a livello europeo sarebbe stata, invece, l'imposta sulle attività finanziarie. Sulla base di ciò, la Commissione si impegnava ad esaminare più dettagliatamente tali strumenti fiscali, "in modo da poter presentare proposte adeguate di azione entro l'estate 2011" (Commissione Europea, 2010d: 9).

I.3 Un cambiamento radicale

Le relazioni del Fondo Monetario Internazionale e della Commissione Europea non esaurirono, tuttavia, il dibattito sulla tassazione del settore finanziario.

In occasione della riunione del Consiglio Europeo del 28 e 29 ottobre 2010, i rappresentanti degli Stati membri convennero sulla necessità di condurre ulteriori studi in materia (Consiglio Europeo, 2010b).

Nell'ottobre 2010, la Commissione, in una comunicazione concernente la revisione del bilancio dell'Unione, indicò "la tassazione europea del settore finanziario" [traduzione propria] (Commissione Europea, 2010e: 31) come una delle modalità mediante le quali rendere le istituzioni e le politiche europee indipendenti dal contributo degli Stati membri^{13,14}.

Nel documento di lavoro ad essa allegato, venne ribadita l'impossibilità di applicare regionalmente un'imposta sulle transazioni finanziarie senza pregiudicare la concorrenzialità del mercato interno.

Inoltre, in parte difformemente da quanto asserito nei suoi summenzionati studi, in cui i costi amministrativi connessi all'implementazione di tale strumento fiscale furono stimati essere ridotti, la Commissione Europea sostenne che l'imposta sarebbe stata di difficile gestione. Nello specifico, sarebbe stato necessario introdurre "sistemi di controllo e di incentivi al fine di

¹³ È bene evidenziare che la possibilità di far confluire il gettito dell'imposta sulle transazioni finanziarie nel bilancio europeo era già stata avanzata dal Parlamento Europeo con la sopracitata risoluzione del 10 marzo 2010 (Parlamento Europeo, 2010b).

¹⁴ Per un'analisi delle conseguenze della soppressione di un efficace sistema di risorse proprie vedi Commissione Europea (2010e) e Di Gaspare(2011b).

limitare l'elusione [...]” nonché “incentivi finanziari per gli agenti preposti alla riscossione dell'imposta in vece dell'Unione” [traduzione propria] (Commissione Europea, 2010f: 32)¹⁵.

Infine, a giudizio della Commissione, l'adozione dell'imposta sulle transazioni finanziarie come risorsa propria non avrebbe mitigato le pretese degli Stati membri di applicare il principio del *juste retour*. Infatti, le entrate derivanti da tale misura fiscale non sarebbero state omogenee in tutti gli Stati membri (Fig.1).

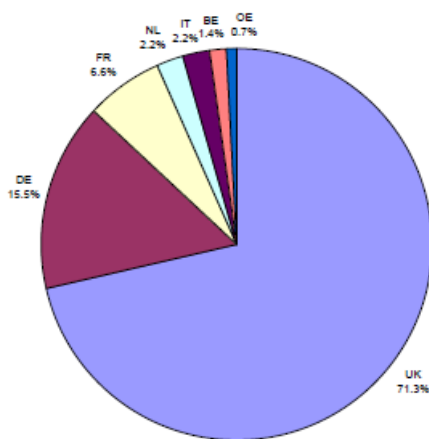


Fig.1 Distribuzione del gettito fiscale di un'imposta sulle transazioni finanziarie
Commissione Europea, (2010c)

¹⁵ I costi amministrativi furono stimati essere consistenti, in particolare per il mercato OTC e per quegli Stati senza precedenti esperienze di implementazione dell'imposta, altresì da Brondolo. Tuttavia, a suo giudizio, l'imposta sulle transazioni finanziarie non era di più difficile gestione rispetto ad altre imposte.

È bene notare che l'imposta può essere riscossa mediante le *clearinghouse* (o, nel mercato regolamentato, anche attraverso le borse stesse) o mediante i *broker/dealer*.

Secondo Brondolo (2011), come dimostrato dalla Stamp Duty britannica, si sarebbero potuti minimizzare i costi amministrativi e le probabilità di evasione dell'imposta mediante mancata segnalazione, da parte delle controparti, delle transazioni effettuate, proponendo le *clearinghouse* alla riscossione. Relativamente al mercato over-the-counter, ove, sino all'approvazione da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio del regolamento n. 648/2012, era possibile effettuare le transazioni senza ricorrere a una controparte centrale o ad istituzioni di regolamento, si sarebbe potuta promuovere l'ottemperanza agli obblighi fiscali subordinando il riconoscimento legale della transazione effettuata al pagamento dell'imposta (Brondolo, 2011).

Dato il veto della Commissione Europea all'implementazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie senza un coordinamento globale ed il mancato accordo al riguardo tra i leader del G20, la possibilità di concretizzare quanto auspicato da Keynes e Tobin era di nuovo compromessa.

Ad invitare gli altri Stati a considerare l'eventualità di procedere anche in mancanza di un consenso a livello mondiale fu il Presidente francese Nicolas Sarkozy, che, nel discorso tenuto durante la riunione dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G20 del 18 e 19 febbraio 2011, riaffermò le potenzialità dell'imposta sulle transazioni finanziarie di generare sostanziali risorse per le politiche di cooperazione allo sviluppo e la conseguente posizione francese al riguardo (G20, 2011).

Nuovamente, fu, però, decisivo il Parlamento Europeo.

Durante il dibattito concernente la proposta di risoluzione sul finanziamento innovativo a livello mondiale ed europeo, avanzata dall'onorevole Anni Podimata, membro della commissione per gli affari economici e monetari ed appartenente al Gruppo dell'Alleanza Progressista di Socialisti e Democratici (S&D), furono valutate due differenti opzioni: attendere lo studio della Commissione Europea sugli effetti dell'implementazione a livello europeo dell'imposta sulle transazioni finanziarie sulla competitività del mercato finanziario interno, come auspicato dai parlamentari del Partito Popolare Europeo (PPE) e dal commissario Algirdas Šemeta, oppure sancire la volontà di procedere nell'adozione di tale strumento fiscale anche senza il sostegno delle altre potenze economiche mondiali, come avallato dai parlamentari del Gruppo dell'Alleanza Progressista di Socialisti e Democratici (S&D) e dal Gruppo dei Verdi-Alleanza Libera Europea (Parlamento Europeo, 2011a).

L'8 marzo 2011 la risoluzione sul finanziamento innovativo fu approvata con l'emendamento proposto dal gruppo S&D, tale per cui il Parlamento Europeo

[...] ritiene che l'introduzione di una tassa sulle transazioni finanziarie dovrebbe essere fissata sulla base più ampia possibile e che l'Unione Europea dovrebbe promuovere l'introduzione di una TTF [tassa sulle transazioni finanziarie] a livello mondiale, ma che, se questo non fosse possibile, dovrebbe applicare come primo passo una TTF a livello europeo; invita la Commissione ad elaborare rapidamente uno studio di fattibilità, tenendo conto della necessità di una parità di condizioni a

livello globale, e ad avanzare proposte legislative concrete (Parlamento Europeo, 2011b: paragrafo 16)¹⁶.

Tale risoluzione del Parlamento Europeo pose, dunque, le basi per l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie europea.

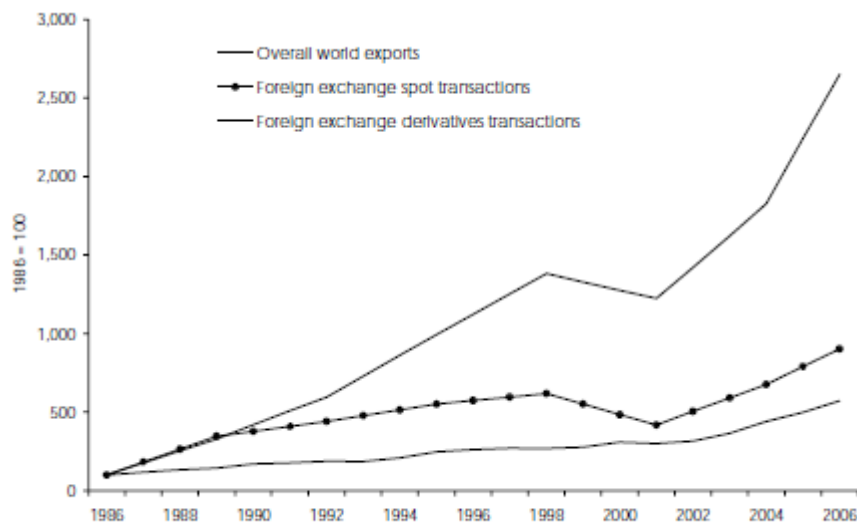
È bene analizzare le motivazioni del Parlamento Europeo e gli studi che possono aver contribuito alla sua decisione.

In primo luogo, a giudizio della commissione per gli affari economici e monetari che presentò la proposta di risoluzione, le operazioni effettuate nei mercati finanziari erano sempre più svincolate dall'economia reale.

Tale ipotesi era stata avanzata ed argomentata in uno studio del Centro Austriaco di Ricerche Economiche (WIFO), sulla base del confronto tra il numero delle transazioni effettuate sui mercati dei cambi ed il volume di scambi internazionali di beni e servizi (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008). Tra il 1986 e il 2006, vi era stato un incremento del 9,1% annuo delle esportazioni, dell'11,6% annuo delle transazioni a pronti sul mercato dei cambi e del 17,8% annuo dei derivati sulle valute (Fig.2).

¹⁶ Comparativamente, l'emendamento presentato dai parlamentari appartenenti, segnatamente, al PPE, era tale che

[il Parlamento Europeo] [...] ritiene che [...] l'Unione Europea dovrebbe promuovere l'introduzione di una TTF a livello mondiale; invita la Commissione ad elaborare rapidamente uno studio di fattibilità, tenendo conto della necessità di una parità di condizioni a livello globale, al fine di valutare se questa tassa possa essere applicata come primo passo a livello europeo, senza conseguenze negative su scala mondiale per la competitività europea, e ad avanzare all'occorrenza proposte legislative concrete (Parlamento Europeo, 2011c).



Source: BIS, WFE, OECD, Oxford Economic Forecasting (OEF).

Fig. 2 Esportazioni mondiali e transazioni nel mercato valutario

Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, (2008)

Secondo gli autori, tale considerevole differenza tra il tasso di crescita delle negoziazioni in cambi ed il tasso di crescita degli scambi commerciali mostrava chiaramente la presenza di transazioni di natura speculativa, ossia dimostrava che l’espansione del settore finanziario non poteva essere attribuita al parallelo sviluppo delle sottostanti attività nell’economia reale ed all’aumento delle operazioni di diversificazione del rischio.

Nel medesimo arco temporale, gli studiosi registrarono “oscillazioni di lungo periodo del tasso di cambio dollaro/euro attorno al suo equilibrio fondamentale”, calcolato come “la parità di potere di acquisto basata su un paniere di beni e servizi scambiati internazionalmente” [traduzione propria] (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008: 33), nonché fluttuazioni di breve periodo dello stesso; presumibilmente, furono quest’ultime a determinare le deviazioni di lungo periodo dei prezzi dai fondamentali economici.

In definitiva, venne rilevata la presenza di un eccesso di liquidità e di una volatilità di breve e lungo periodo dei prezzi, fenomeni dovuti, per Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, alla contrazione dell’orizzonte temporale ed all’intensificarsi delle attività speculative di alcuni operatori dei mercati finanziari. Tale ipotesi era stata avanzata altresì dalla Commissione

Sindacale Consultiva presso l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (TUAC, 2010), nonché da Kapoor (2010).

Dato che il cambiamento del comportamento di tali soggetti era stato incentivato dalla riduzione dei costi di transazione conseguente alla telematizzazione dei mercati finanziari, l'imposta sulle transazioni finanziarie, aumentando tali costi, avrebbe ridotto la quantità di transazioni, la speculazione a breve termine e le summenzionate esternalità negative da essa derivanti. Al contrario, l'imposta sulle attività finanziarie, essendo incentrata sui profitti e le rendite delle istituzioni finanziarie, non avrebbe prodotto i medesimi risultati (Parlamento Europeo, 2011b).

In base a quanto asserito nello studio del Centro Austriaco di Ricerche Economiche (WIFO), un'imposta con aliquota pari allo 0,1% avrebbe determinato una contrazione del volume di transazioni del 10% per il mercato azionario, del 5% per il mercato obbligazionario e del 60-70% per il mercato regolamentato dei derivati e per il mercato OTC. È bene notare che gli effetti dell'imposta sulle transazioni in derivati e sulle transazioni OTC sarebbero stati così marcati giacché, in tali segmenti di mercato, i costi di transazione sono notevolmente più bassi - circa il 90% - rispetto a quelli dei mercati azionari e obbligazionari regolamentati (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

Ad asserire le potenzialità economiche dell'imposta sulle transazioni finanziarie fu anche Baker, secondo cui "se l'imposta [...] riduce il volume di negoziazioni, e dunque le risorse utilizzate dal settore, senza compromettere l'abilità del settore di allocare il capitale, [ciò significa che] essa renderà il settore più efficiente e renderà le risorse disponibili per usi più produttivi" [traduzione propria] (Baker, 2008: 3)¹⁷.

Per quanto concerne il grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie ad elusione mediante spostamento verso altri mercati, Schulmeister,

¹⁷ Occorre, tuttavia, evidenziare che, differentemente da Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, secondo i quali vi sarebbe una correlazione positiva tra contrazione del volume di transazioni e minore volatilità, a giudizio di Baker, gli effetti della riduzione della quantità di transazioni, conseguenti all'adozione dell'imposta, sulla volatilità dei prezzi sarebbero limitati. Relativamente alla liquidità, Baker affermò che l'imposta avrebbe reso i mercati finanziari meno liquidi, riportandoli ai livelli degli anni '80, ma che in tale periodo "i mercati erano già molto liquidi" [traduzione propria] (Baker, 2008: 4).
Per approfondimenti vedi Baker, 2010.

Schratzenstaller e Picek affermarono che sarebbe stato possibile adottare l'imposta anche solo a livello europeo, poiché

l'estrema concentrazione di transazioni sulle borse europee [...] dimostra chiaramente che le economie di agglomerazione di mercati ben funzionanti sono il più importante fattore del loro successo. Ciò implica che un'imposta sulle transazioni finanziarie [con un'aliquota] dello 0,05% o anche dello 0,01% non indurrà alcuna considerevole emigrazione delle transazioni" [traduzione propria] (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008: 54).

Sarebbe stato altresì possibile procedere con l'adozione di un'imposta sulle transazioni finanziarie europea poiché, a giudizio della commissione per gli affari economici e monetari, lo spostamento avrebbe interessato segnatamente le transazioni di natura speculativa, con conseguente rafforzamento dell'efficienza dei mercati soggetti a imposta (Parlamento Europeo, 2011b) .

In merito alla disomogeneità, in termini geografici, del gettito fiscale, secondo Schulmeister, Schratzenstaller e Picek (2008), l'eventuale richiesta degli Stati membri con i settori finanziari più sviluppati, ossia il Regno Unito e la Germania, di applicare il principio del *juste retour* sarebbe stata del tutto ingiustificata giacché in tali mercati operano (e dunque sarebbero soggetti passivi) anche investitori provenienti da altri Stati europei.

Infine, è possibile asserire che ad incidere positivamente sulla decisione di proporre una risoluzione sull'imposta sulle transazioni finanziarie, nonostante le perplessità sollevate al riguardo dalla Commissione Europea, fu anche la maggiore regolamentazione del mercato over-the-counter.

Durante i vertici di Pittsburgh del settembre 2009 e di Toronto del giugno 2010, i leader del G20 affermarono la necessità di aumentare la regolazione del mercato over-the-counter. Nel settembre 2010, la Commissione Europea presentò una proposta di regolamento del Parlamento e del Consiglio¹⁸ tesa a rendere obbligatoria la compensazione mediante controparte centrale dei contratti derivati standardizzati OTC (art. 3) e la segnalazione delle transazioni

¹⁸ Il regolamento n. 648/2012 è entrato in vigore il 16 agosto 2012. L'obbligo di compensazione è sancito dall'art. 5, mentre l'obbligo di segnalazione è affermato dall'art. 9 .

effettuate su tale mercato ad un repertorio di dati sulle negoziazioni¹⁹ (art. 6) (Commissione Europea, 2010b).

Come affermato da Brondolo (2011)²⁰, l'introduzione di *clearinghouse* nel mercato OTC avrebbe consentito di riscuotere più facilmente l'imposta e di renderla meno suscettibile di evasione mediante mancata segnalazione delle transazioni da parte degli operatori del mercato-ombra (cfr. anche Griffith-Jones e Persaud, 2012).

La necessità di analizzare più approfonditamente l'introduzione di una tassa sulle operazioni finanziarie a livello regionale e globale fu altresì ribadita durante la riunione dei capi di stato e di governo della zona euro dell'11 marzo 2011.

In risposta a tali sollecitazioni, il 28 settembre 2011, la Commissione Europea presentò una proposta legislativa di introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie.

¹⁹ È bene notare che per repertorio di dati sulle negoziazioni si intende, in base a quanto asserito nell'art. 2 comma 2 della proposta di regolamento, "un soggetto che raccoglie e conserva in modo centralizzato le registrazioni sui derivati OTC".

²⁰ È necessario precisare che lo studio di Brondolo sulla fattibilità in termini amministrativi dell'imposta sulle transazioni finanziarie è successivo alla risoluzione del Parlamento Europeo.

II. L'ELUSIONE E LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE EUROPEA

II.1 Il problema dell'elusione

Il grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie all'elusione è stato indicato come uno dei maggiori ostacoli ad una sua efficace implementazione.

È possibile individuare principalmente due modalità di elusione:

- elusione mediante spostamento delle transazioni in giurisdizioni ove non è applicata tale tipologia di imposta
- elusione mediante spostamento delle transazioni verso strumenti finanziari non soggetti ad imposizione.

Occorre notare che alcuni studi hanno rilevato l'esistenza di altre strategie di elusione, oltre a quelle che saranno analizzate in questo capitolo.

Ad esempio, secondo Brondolo (2011), gli operatori dei mercati finanziari possono eludere l'imposta non segnalando le transazioni effettuate. Come è possibile desumere da quanto asserito nel primo capitolo, si è scelto di considerare tale eventualità un caso di evasione, piuttosto che di elusione.

Pomeranets (2012) e la Commissione Europea (2010a) affermarono la possibilità di eludere l'imposta ricorrendo a stanze di compensazione non preposte all'esazione; relativamente al mercato dei cambi, questo rischio potrebbe essere marginale nella misura in cui, a seconda dell'aliquota fiscale, i costi prodotti dall'imposta possono essere inferiori ai benefici derivanti dall'utilizzo della *Continuous Linked Settlement (CLS) Bank* e potrebbe essere minimizzato imponendo maggiori requisiti patrimoniali alle banche non aderenti a tale sistema di regolamento (Brondolo, 2011).

Infine, il Fondo Monetario Internazionale asserì che le istituzioni finanziarie si sarebbero sottratte dal pagamento di tale misura fiscale unendosi in un unico gruppo societario ed effettuando, dunque, le transazioni al loro interno (FMI, 2010a); tale strategia di elusione risulta essere del tutto vana se per transazione finanziaria si intende anche, similmente a quanto sancito nell'art. 2 comma 1

paragrafo 1) lettera b) delle proposte di direttiva del 28 settembre 2011 e del 14 febbraio 2013, “il trasferimento tra entità dello stesso gruppo del diritto di disporre di uno strumento finanziario a titolo di proprietario e qualsiasi operazione equivalente che implica il trasferimento del rischio associato allo strumento finanziario [...]”(Commissione Europea, 2011a; 2013).

II.1.1 Elusione mediante spostamento verso altri mercati

Ciò che caratterizza i mercati finanziari è l'estrema mobilità delle transazioni che in essi hanno luogo. Le possibilità degli investitori di accedere facilmente ai mercati mobiliari esteri sono progressivamente aumentate in virtù della liberalizzazione dei flussi di capitale e dell'innovazione tecnologica.

Pertanto, in seguito alla globalizzazione finanziaria, nonché, per quanto concerne il mercato di borsa, alla privatizzazione (cfr Mishkin, Eakins e Forestieri, 2012), si è verificato un incremento della concorrenza tra i mercati nazionali.

L'eventualità di implementare un'imposta sulle transazioni finanziarie deve essere, dunque, valutata all'interno di un tale contesto.

Coloro che si oppongono all'introduzione di questa misura fiscale, oltre ad asserire l'impossibilità dell'imposta di mitigare l'instabilità dei prezzi ed i comportamenti speculativi degli operatori²¹ e ad affermare l'esistenza di suoi effetti negativi sul costo del capitale e sulla liquidità dei mercati, sostengono che un'adozione unilaterale, o, comunque, un mancato coordinamento a livello globale, comporterebbe lo spostamento delle transazioni in mercati aventi una regime fiscale più favorevole.

Ad esempio, secondo Dodd, “l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie provocherebbe un tale boom delle loro [i paradisi fiscali] economie [...] che essi potrebbero anche emettere francobolli raffiguranti il Professor Tobin o porre il suo ritratto sulla moneta locale” [traduzione propria] (Dodd,

²¹ Sul dibattito circa la correlazione esistente tra la volatilità dei prezzi, la speculazione a breve termine ed i costi di transazione vedi Matheson (2011), Pomeranets (2012), Habermeier e Kirilenko (2003) e Schwert e Seguin (1993).

2003: 31). Occorre notare che, come asserito dallo stesso Dodd, a giovare dell'implementazione dell'imposta da parte di uno o più stati, non sarebbero unicamente i paradisi fiscali, che, oltre ad offrire un trattamento fiscale privilegiato, garantiscono la segretezza delle transazioni effettuate, bensì anche gli altri mercati nazionali ove la vendita, l'acquisto ed il trasferimento di strumenti finanziari non sono soggetti ad imposizione.

Similmente, a giudizio di Habermeier e Kirilenko, se la "STT [imposta sul trasferimento dei titoli] fosse applicata solo in un mercato finanziario e non negli altri, il volume delle transazioni tenderebbe a migrare dai mercati tassati ai mercati che non lo sono" [traduzione propria] (Habermeier e Kirilenko, 2003: 167).

Per Schwert e Seguin, la probabilità di compromettere la competitività del mercato nazionale mediante tale misura fiscale è, come già rimarcato, notevolmente alta poiché, "con il potere dei moderni computer, anche la più piccola nazione [...] potrebbe ragionevolmente ospitare un grande mercato finanziario" [traduzione propria] (Schwert e Seguin, 1993: 30).

Ad analoghe conclusioni sono giunti altresì McDonald e Johnson (2010).

Negli anni '80 e '90, tale argomentazione, ossia il timore di far perdere ai settori finanziari nazionali la loro quota di mercato a causa dell'implementazione dell'imposta, si diffuse. Molti stati ne ridussero l'aliquota e la base imponibile (Wrobel, 1996a; Campbell e Froot, 1994) o la abrogarono (Tabella 2).

Country	Stocks	Corporate Bonds	Government Bonds	Futures	Detail
Argentina	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	Tax of 0.6% on all financial transactions approved by legislature March 2000
Australia	0.30%	0.15%	—	—	Reduced twice in 1990s; currently 0.15 each on buyer and seller
Austria	0.15%	0.15%	—	—	Present
Belgium	0.17%	0.07%	0.07%	—	Present
Brazil	0.3% [0.38%]	0.3% [0.38%]	0.3% [0.38%]	—	Tax on foreign-exchange transactions reduced from 2% to 0.5% 1999. Tax on stocks increased and on bonds reduced June 1999
Chile	18% VAT on trade costs	18% VAT on trade costs	—	—	Present
China	0.5% or 0.8%	[0.1%]	0	—	Tax on bonds eliminated 2001. Higher rate on stock transactions applies to Shanghai exchange
Colombia	1.50%	1.5%	1.50%	—	Introduced June 2000
Denmark	[0.5%]	[0.5%]	—	—	Reduced in 1995, 1998. Abolished effective Oct. 1999
Ecuador	[0.1%]	1.0%	—	—	Tax on stocks introduced 1999, abolished 2001. Tax on bonds introduced 1999
Finland	1.60%	—	—	—	Introduced January 1997; applies only to trades off HEX (main electronic exchange)
France	0.15%	See note	—	—	Present
Germany	[0.5%]	0.4%	0.2%	—	Removed 1991
Greece	0.60%	0.60%	—	—	Imposed 1998; doubled in 1999
Guatemala	3.00%	3.00%	See note	—	Present
Hong Kong	.3% + \$5 stamp fee	[0.1%]	[0.1%]	—	Tax on stock transactions reduced from 0.6% 1993; tax on bonds eliminated Feb. 1999
India	0.50%	0.5%	—	—	Present
Indonesia	0.14% + 10% VAT on commissions	0.03%	0.03%	—	Introduced 1995
Ireland	1.00%	—	—	—	Present
Italy	[1.12%]	—	—	—	Stamp duties eliminated 1998
Japan	[.1%] [0.3%]	[0.08%] [0.16%]	—	—	Removed April 1999
Korea	0.30%	—	—	—	Present
Malaysia	0.50%	0.5%	.015% [.03%]	0.0005%	Present
Morocco	0.14% + 7% VAT on trade costs	7% VAT on trade costs	7% VAT on trade costs	—	Present
Netherlands	[0.12%]	[0.12%]	0	—	1970-1990

Country	Stocks	Corporate Bonds	Government Bonds	Futures	Detail
Pakistan	0.15%	0.15%	—	—	Present
Panama	—	—	—	—	Stamp duties eliminated Jan. 2000
Peru	18% VAT on trade costs	18% VAT on trade costs	—	—	Present
Philippines	[0.5%] + 10% VAT on trade costs	—	—	—	VAT present
Portugal	[0.08%]	[0.04%]	[0.008%]	—	Removed 1996
Russia	0.8% on secondary offerings + 20% VAT on trade costs	—	—	—	Present
Singapore	0.05% + 3% VAT on trade costs	—	—	—	Reduced 1994, eliminated 1998; VAT present
South Korea	.3% [0.45%]	.3% [0.45%]	—	—	Reduced 1996
Sweden	[1%]	—	—	—	Removed 1991
Switzerland	0.15%	0.15%	0.15%	—	Present; 0.3% on foreign securities, 1% on new issues
Taiwan	.3% [0.6%]	0.1%	—	0.05%	Reduced 1993
UK	0.50%	—	—	—	Present
Venezuela	0.5% [1%]	—	—	—	Reduced May 2000
Zimbabwe	0.45% VAT on trade costs	—	—	—	Present

Tabella 2 Imposte sul trasferimento di titoli nel mondo

Pollin, Baker e Schaberg, (2003)

Tale decisione fu, infatti, in parte determinata dalla volontà dei governi di promuovere lo sviluppo dei mercati mobiliari locali (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

Ad esempio, le autorità giapponesi, paventando lo spostamento delle transazioni dalla borsa locale verso i mercati esteri²², diminuirono, nel 1989, 1996 e 1998, l'aliquota fiscale della locale imposta sul trasferimento dei titoli (Minoru e Hiroyuki, 2011) e la eliminarono nel 1999 (Pollin, Baker e Schaberg, 2003).

²² Minoru e Hiroyuki hanno condotto uno studio, il cui periodo di riferimento è dall'aprile 1995 al marzo 2003, sulle variazioni del volume di transazioni conseguenti all'abrogazione dell'imposta ed alla liberalizzazione delle commissioni degli intermediari finanziari (che, sino al 1999, erano determinate dalla borsa). L'elasticità è risultata essere inferiore rispetto a quella calcolata in simili studi condotti sul mercato di borsa britannico e su quello svedese, presumibilmente poiché, "differentemente dai mercati europei, il mercato giapponese era [...] geograficamente isolato da mercati finanziari competitivi, dato che i mercati asiatici non erano ancora così sviluppati da poter esercitare pressione sul mercato giapponese" [traduzione propria] (Minoru e Hiroyuki, 2011: 1814). Tuttavia, tale ipotesi sembra in parte divergere da quanto rilevato da Campbell e Froot (1994), ossia che, in seguito all'introduzione di imposte sui contratti *futures* in Giappone, molti investimenti si spostarono nella borsa di Osaka e nella borsa di Singapore.

Similmente, lo Stato di New York, che nel 1902 aveva introdotto un'imposta sul trasferimento di titoli azionari, la cui base imponibile era costituita dalle azioni negoziate sulla *New York Stock Exchange* (NYSE) o vendute da broker o società ivi residenti, fu costretto, su pressione dello stesso mercato di borsa che più volte minacciò di abbandonare New York, ad adottare, nel 1968, un emendamento che riduceva l'aliquota fiscale applicata ai non residenti. Tuttavia, nel 1977, tale emendamento fu dichiarato incostituzionale dalla Corte Suprema in quanto, tassando maggiormente gli scambi effettuati sulle altre borse federali, alterava la concorrenza. L'imposta fu definitivamente abrogata nel 1981 (Pomeranets e Weaver, 2011)²³.

Oltre all'imposta sulle transazioni finanziarie giapponese e all'imposta sulle transazioni in titoli azionari dello Stato di New York, tra le esperienze citate al fine di dimostrare l'alto grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie all'elusione mediante spostamento in mercati *offshore*, vi è l'imposta sul trasferimento di titoli adottata in Svezia dal 1984 al 1991.

In Svezia era diffusa la convinzione che vi fosse un'eccessiva divergenza, soprattutto in termini salariali, tra il settore finanziario e gli altri settori dell'economia (Commissione Europea, 2011c). Da qui la decisione del partito laburista di implementare, pur senza l'approvazione del ministro delle finanze, un'imposta sulle transazioni finanziarie (Campbell e Froot, 1994).

La base imponibile dell'imposta era costituita dalle operazioni su titoli azionari, ivi comprese le opzioni sulle azioni, effettuate sulla *Stockholm Stock Exchange* mediante degli intermediari finanziari locali (Wrobel, 1996a). Non

²³ Occorre notare che non è chiaro se i timori degli esponenti della New York Stock Exchange fossero fondati. Pomeranets e Weaver hanno analizzato gli effetti sul volume di transazioni e sulla quota di mercato della borsa di New York dei cambiamenti nell'aliquota fiscale che hanno avuto luogo dal 1932 al 1981. Per quanto concerne il volume di transazioni, gli studi hanno mostrato l'esistenza di una correlazione inversa tra tale grandezza e l'imposta (Pomeranets e Weaver, 2012). Tuttavia,

“dato che l'imposta dello Stato di New York veniva applicata se una parte della transazione aveva luogo entro lo Stato (se la borsa, il *transfer agent* o il broker [...] o la società che vendeva l'azione erano domiciliati a New York) e [che] la maggior parte dei broker e dei *transfer agent* erano residenti [...], poteva essere difficile per gli investitori spostare i loro scambi ed eludere l'imposta” [traduzione propria] (Pomeranets e Weaver, 2011: 21),

con la conseguenza che non sempre un aumento (o riduzione) dell'aliquota comportò una contrazione (o un incremento) della quota di mercato della *New York Stock Exchange*.

erano, dunque, soggetti ad imposizione i trasferimenti di proprietà per cui non era necessario l'intervento di broker e gli scambi privati tra società, a condizione che fossero abbastanza contenuti e non troppo frequenti (Campbell e Froot, 1994). Non rientravano nell'ambito di applicazione dell'imposta neanche le transazioni tra dealer, giacché la finalità era quella di istituire un'imposta sul valore aggiunto nel settore finanziario (Campbell e Froot, 1994; Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

L'aliquota fiscale era uguale allo 0,5% per le azioni ed al 2% per le *stock option* (all'1% del premio se l'opzione non veniva esercitata).

Nel 1986, l'aliquota venne aumentata all'1% per le azioni ed al 4% per le opzioni sulle azioni. Nell'anno successivo divennero soggette ad imposizione, con un'aliquota pari allo 0,5%, altresì le transazioni di titoli azionari tra dealer. Malgrado l'incremento dell'aliquota e l'ampliamento della base imponibile, il gettito fiscale ammontò solo allo 0,53% delle entrate nel 1986 ed allo 0,66% nel 1988 (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008). Inoltre, a causa del crollo dei prezzi delle azioni conseguente all'introduzione dell'imposta, si verificò una contrazione del gettito relativo all'imposta sulle plusvalenze (Commissione Europea, 2011c).

A partire dal 1989, al fine di mitigare la speculazione nei mercati monetari, l'imposta venne applicata anche ai titoli a reddito fisso e, dunque, ai titoli di debito dello Stato e i relativi derivati, come i *future* sui tassi di interesse e le opzioni (Campbell e Froot, 1994). È bene notare che l'aliquota era inferiore a quella per i titoli del mercato azionario, in quanto al massimo era pari allo 0,15% del valore nozionale (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

Nonostante ciò, gli introiti furono pari allo 0,85% del gettito fiscale complessivo nel 1989 ed allo 0,81% nel 1990 (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008). In altri termini, mediante l'implementazione dell'imposta sull'acquisto e la vendita di titoli dei mercati monetari ed obbligazionari, il governo svedese riuscì a riscuotere dal settore finanziario, su base annua, solo il 3,3% di quanto stimato ed auspicato (Hemmelgarn e Nicodeme, 2012).

Nel 1990, dopo aver constatato anche un aumento del costo del capitale, il governo eliminò l'imposta sui titoli a reddito fisso. Nel 1991, fu abrogata anche l'imposta sulle transazioni di titoli azionari (Campbell e Froot, 1994).

Principale problema di tale strumento fiscale, nonché causa del suo fallimento, fu la facilità con cui poteva essere eluso dagli operatori del mercato finanziario. Individuando nel ricorso ad intermediari finanziari locali l'evento tassabile, le autorità svedesi, di fatto, permisero agli investitori esteri²⁴ di sottrarsi al pagamento dell'imposta effettuando le transazioni sulla borsa di Stoccolma mediante broker non svedesi o negoziando titoli svedesi in altri centri finanziari²⁵ (Campbell e Froot, 1994; Pollin, Baker e Schaberg, 2003). Campbell e Froot hanno identificato quest'ultima strategia di elusione comparando le negoziazioni sul mercato svedese di *unrestricted share*²⁶ emesse da alcune società locali con il totale degli scambi, concernenti quelle stesse società, effettuati a Stoccolma, Londra e New York.

²⁴ Per quanto concerne gli investitori locali, essi diminuirono gli scambi giacché “dovevano spostare il [loro] domicilio o la società all'estero per evitare di usare un broker svedese per le transazioni” [traduzione propria] (Campbell e Froot, 1994: 283), a fronte anche del pagamento di un'ulteriore imposta con un'aliquota fiscale molto più alta.

²⁵ Occorre notare che l'imposta sulle transazioni finanziarie svedese era anche suscettibile di elusione mediante spostamento verso altri prodotti (infra II.1.2).

²⁶ In Svezia esistevano due tipologie di azioni: le *restricted share*, che potevano essere acquistate solo da cittadini svedesi, e le *unrestricted share*, che erano detenute soprattutto da investitori stranieri (Campbell e Froot, 1994).

	1988	1989	1990	1991	1992
Aga	30%	34%	46%	34%	42%
Alfa Laval		67%	24%		
ASEA	35%	15%	32%	26%	49%
Astra	77%	33%	24%	18%	30%
Atlas Copco	49%	40%	26%	44%	44%
Electrolux	43%	32%	46%	41%	45%
Ericsson	27%	23%	26%	28%	41%
Gambro	95%	85%	23%	27%	48%
Pharmacia	11%	19%			
Procordia			55%	43%	45%
Incentive				61%	75%
Investor					76%
Saab-Scania	58%	50%	50%		
Sandvik	60%	34%	24%	39%	48%
SCA	71%	65%	73%	61%	68%
SKF	34%	34%	53%	39%	36%
Securitas					16%
Skandia			75%	57%	72%
Stora		68%	66%	61%	68%
Trelleberg		40%	34%	36%	70%
Volvo	25%	27%	34%	26%	31%
Average	47%	42%	42%	40%	50%

Tabella 3 Negoziazioni di *unrestricted share* sulla borsa di Stoccolma rispetto al totale delle transazioni effettuate a Londra, New York e Stoccolma
Campbell e Froot (1994)

In seguito all'introduzione dell'imposta, nella *Stockholm Stock Exchange* vi fu una riduzione del volume di transazioni (Tabella 3). Ciò favorì in particolare la borsa di Londra, in quanto situata in un fuso orario prossimo a quello svedese (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

Pertanto, il primo "errore" commesso dal governo locale nel progettare l'imposta fu, presumibilmente, l'aver circoscritto eccessivamente l'ambito territoriale della sua applicazione (cfr Pollin, Baker e Schaberg, 2003).

L'identificazione delle transazioni finanziarie soggette ad imposizione può essere basata su dove lo scambio ha luogo, sulla nazionalità dell'investitore e/o dell'emittente del titolo (Matheson, 2011). L'imposta svedese era esigibile se, come già asserito, il trasferimento di titoli aveva luogo sulla borsa di Stoccolma ed era effettuato mediante intermediari nazionali, il che incrementò notevolmente la sua esposizione all'elusione, in primo luogo poiché "un'imposta che viene applicata alle transazioni sulla borsa di una specifica nazione può condurre l'attività di negoziazione all'estero" [traduzione nostra]

(ibid.: 33). Inoltre, in particolare nell'eventualità di un'adozione unilaterale, “la domanda di broker nazionali è molto elastica poiché gli investitori possono facilmente scambiare all'estero o usare broker stranieri invece di broker nazionali” [traduzione propria] (Campbell e Froot, 1994: 300).

Comparativamente, lo spostamento delle transazioni *offshore* sarebbe stato più contenuto se le autorità svedesi si fossero richiamate al modello britannico²⁷, ossia se avessero fatto corrispondere l'evento tassabile al passaggio di proprietà del titolo (Campbell e Froot, 1994; Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008; Commissione Europea, 2010c). La *stamp duty* del Regno Unito è, infatti, tale per cui l'acquirente di un'azione emessa da una società britannica non può godere dei diritti da essa derivanti, come, ad esempio, il diritto di voto, senza registrare tale passaggio e, conseguentemente, senza pagare la relativa imposta di bollo (Griffith-Jones e Persaud, 2012). Benché, come sarà illustrato in seguito, gli investitori possano sottrarsi anche dal versamento di tale imposta, occorre notare che le probabilità di elusione mediante spostamento delle transazioni in altri centri finanziari sono minime nel breve periodo poiché, secondo Schulmeister, Schratzenstaller e Picek (2008), la *stamp duty* è un'imposta globale la cui esigibilità non dipende né dal luogo della transazione né dalla nazionalità delle controparti. Inoltre, l'aver rafforzato il principio di emissione subordinando l'esercizio dei diritti di azionista al pagamento dell'imposta ha ulteriormente mitigato la propensione all'elusione poiché la necessità di effettuare il passaggio di proprietà non viene meno conducendo le operazioni all'estero (Campbell e Froot, 1994) (v. anche Matheson, 2011; Griffith-Jones e Persaud, 2012). Nel lungo periodo, una strategia di elusione potrebbe essere la fusione delle società britanniche con società estere, eventualità, a giudizio di Schulmeister, Schratzenstaller e Picek (2008), alquanto improbabile.

Infine, l'aliquota fiscale troppo alta è il secondo errore riscontrabile nell'imposta sulle transazioni finanziarie svedese, dato che la propensione degli investitori a spostarsi in altri mercati finanziari è tanto maggiore quanto più

²⁷ Per un'analisi dettagliata della *stamp duty* britannica infra II.1.2

elevati sono i costi di transazione (Brondolo, 2011; Commissione Europea, 2011b).

Un alto grado di esposizione ad elusione è riscontrabile anche nell'imposta sulle transazioni finanziarie in vigore in Belgio.

La base imponibile di tale imposta è costituita dagli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentato belga e le cui transazioni sono effettuate mediante broker nazionali. Sono, dunque, esenti da imposizione le transazioni sul mercato primario, tra controparti estere nonché quelle effettuate per conto proprio da alcune istituzioni finanziarie (banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione, fondi comuni di investimento). Soggetti passivi dell'imposta sono sia l'acquirente, il cui importo da versare è calcolato sulla somma da lui pagata per l'acquisto dello strumento finanziario meno la commissione corrisposta al broker, sia il venditore, che deve pagare un importo pari alla somma ricevuta senza dedurre la commissione del broker. Per quanto concerne il riscatto di quote di Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)²⁸, l'imponibile è determinato sul Valore Netto delle Attività²⁹(Commissione Europea, 2011c).

I maggiori intermediari finanziari sono preposti alla sua riscossione.

Con un'aliquota pari allo 0,07% (per un massimo di 500 euro a transazione) per le quote di società di investimento, per le obbligazioni societarie e per i titoli di stato belgi e stranieri ed allo 0,17% (per un massimo di 500 euro a transazione) per gli altri strumenti finanziari (Commissione Europea, 2011c), il gettito fiscale derivante da tale imposta è ammontato allo 0,27% delle entrate nel 2008 ed allo 0,17% nel 2009 (Brondolo, 2011).

L'elusione di tale misura fiscale, nonché, potenzialmente, di qualsiasi imposta sulle transazioni finanziarie implementata da uno Stato membro e la cui esigibilità si origina, secondo Brondolo, nel ricorso a broker nazionali, è

²⁸ Le Società di Investimento a Capitale Variabile sono "intermediari che hanno per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio mediante l'offerta pubblica delle proprie azioni" (Mishkin, Eakins e Forestieri, 2012: 27); essendo possibile il riscatto delle azioni, le società di investimento a capitale variabile sono assimilabili a dei fondi comuni di investimento aperti.

²⁹ Per Valore Netto delle Attività (o *Net Asset Value*) si intende "il valore totale del fondo comune di investimento [o della Società di Investimento a Capitale Variabile] (azioni, obbligazioni, contanti ed altre attività) meno tutte le passività (quali le commissioni maturate), diviso per il numero di quote in circolazione" (Mishkin, Eakins e Forestieri, 2012: 486).

possibile in virtù della legislazione europea, ossia, presumibilmente, dagli artt. 31 e 33 comma 1 lettera b) della direttiva 2004/39/CE (*Markets in Financial Instruments Directive o MiFID*). Infatti, tali articoli prescrivono che le imprese di investimento che sono autorizzati ad accedere al mercato finanziario dello Stato membro di provenienza possono operare, senza alcuna restrizione, in qualsiasi altro mercato europeo, anche “diventando membri remoti o avendo accesso remoto al mercato, senza dover essere stabilite nello Stato membro d’origine di tale mercato [...]” (art. 33 comma 1 lettera b)). Ciò permette agli intermediari finanziari europei di operare in Belgio e di essere esenti da imposizione, nonché agli investitori belgi di “[...] eludere l’imposta effettuando le loro transazioni attraverso queste istituzioni finanziarie straniere” [traduzione propria] (Brondolo, 2011: 17).

Benché questa strategia di elusione non comporti uno spostamento delle transazioni in altri centri finanziari, può essere comunque considerata una forma di elusione geografica, nella misura in cui gli intermediari finanziari nazionali sono sostituiti dagli intermediari finanziari stranieri.

A giudizio di Brondolo, le autorità nazionali non possono contenerla né con provvedimenti legislativi né con provvedimenti amministrativi.

È bene notare che i casi di elusione analizzati sinora si riferiscono ad imposte applicate alle sole transazioni sui mercati regolamentati. L’esposizione all’elusione potrebbe essere anche maggiore per un’imposta sulle transazioni effettuate nel mercato *over-the-counter*, dato che tale mercato è altamente globalizzato e che i relativi strumenti finanziari non devono essere necessariamente negoziati nello stesso luogo ove è stato emesso il sottostante (Brondolo, 2011). Comunque, le autorità nazionali potrebbero minimizzare le probabilità di elusione subordinando la validità legale delle transazioni OTC al pagamento dell’imposta ed applicando il principio di territorialità, ossia includendo nell’ambito di applicazione dell’imposta “non solo i contratti OTC stipulati nella sua giurisdizione, ma anche [...] quelle transazioni che i suoi cittadini effettuano in altre giurisdizioni” [traduzione propria] (ibid.: 31).

II.1.2 Elusione mediante spostamento verso altri prodotti

L'innovazione tecnologica non ha unicamente contribuito alla globalizzazione dei mercati finanziari, incrementando, conseguentemente, le opportunità di elusione mediante spostamento in altri centri finanziari, bensì ha anche comportato la possibilità di creare “molteplici prodotti finanziari al fine di rispondere alla più svariate esigenze del risparmiatore [...]” (Di Gaspare, 2011a: 9).

La presenza di diverse tipologie di strumenti finanziari, ognuna in grado di replicare le proprietà delle altre, ossia l'esistenza, reale o potenziale, di una pluralità di sostituti per uno stesso titolo, costituisce un ulteriore ostacolo ad una efficace implementazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie.

Come asserito da Wrobel, “la storia è piena di esempi di tentativi di eludere le imposte, e innovazioni finanziarie disegnate solo per aggirarle” [traduzione propria] (Wrobel, 1996b: 5)..

Al fine di dimostrare la possibilità di eludere l'imposta mediante lo spostamento delle transazioni su nuovi prodotti alternativi, si fa riferimento principalmente a due esperienze: l'imposta sulle transazioni finanziarie svedese e la *stamp duty* britannica.

Precedentemente si è visto che il governo svedese introdusse, nel 1984, un'imposta sul trasferimento di titoli azionari e che, nel 1989, decise di ampliare il suo ambito di applicazione ai titoli a reddito fisso.

In seguito all'implementazione di tale misura fiscale, si verificò una notevole contrazione del volume di transazioni sui relativi mercati a pronti ed a termine (Fig. 3 e 4).

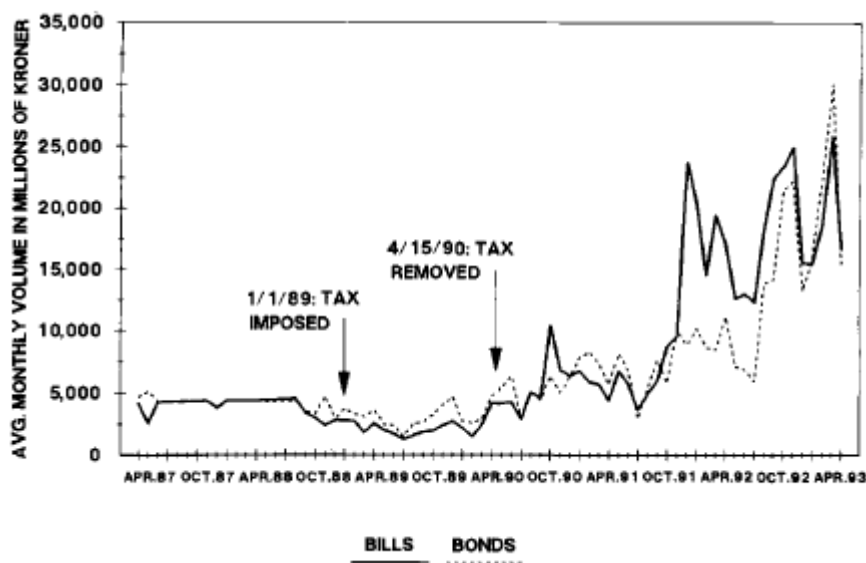


Fig.3 Volume di transazioni nel mercato monetario a pronti
Campbell e Froot, (1994)

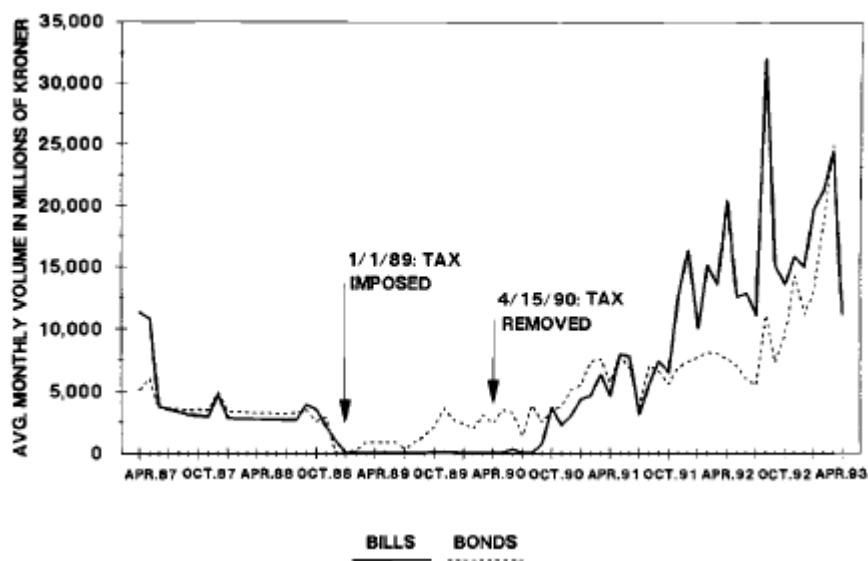


Fig.4 Volume di transazioni concernenti *future* del mercato monetario
Campbell e Froot, (1994)

Nello specifico, nella sola prima settimana, nonostante l'aliquota fiscale fosse inferiore a quella applicata nel mercato azionario, la riduzione del volume di transazioni fu pari all'85%³⁰ per i titoli obbligazionari ed al 98% per i relativi

³⁰ "Rispetto alla sua media durante l'estate del 1987" [traduzione propria] (Campbell e Froot, 1994: 288).

future; il mercato delle opzioni scomparve completamente. Tale risultato fu dovuto, più che allo spostamento degli investimenti in mercati *offshore*, alla disponibilità di sostituti di tali titoli (Campbell e Froot, 1994).

Infatti, gli investitori esteri e locali potevano sottrarsi al pagamento dell'imposta negoziando obbligazioni non garantite (*debenture*), invece che obbligazioni ordinarie, concludendo *forward rate agreement* (FRA) e contratti swap, invece che contratti *future* con sottostanti obbligazioni societarie e titoli del tesoro, nonché scambiando obbligazioni a tasso variabile (*variable-rate note*), che non richiedevano l'intermediazione di broker (Campbell e Froot, 1994).

Altro errore delle autorità svedesi fu, dunque, la limitata base imponibile, che consentì agli investitori di spostarsi su segmenti di mercato, locale o straniero che fosse, non soggetti ad imposizione (Pollin, Baker e Schaberg, 2003).

Al fine di rafforzare ulteriormente la propria posizione, coloro che sostengono la non fattibilità di un'imposta sulle transazioni finanziarie citano altresì l'esperienza della *stamp duty* britannica, ovvero proprio l'imposta cui, come evidenziato precedentemente, i sostenitori di tale misura fiscale si richiamano per dimostrare la possibilità di ridurre le probabilità di elusione.

La *stamp duty* è un'imposta sul passaggio di proprietà. La sua attuale applicazione ai mercati finanziari è stata introdotta nel 1986 con la *Stamp Duty Reserve Tax (SDRT)*, tale per cui sono soggetti ad imposizione non solo i documenti cartacei attestanti il passaggio di proprietà, ma anche gli accordi di effettuare tale operazione³¹ ed i trasferimenti effettuati sul circuito telematico (Campbell e Froot, 1994; Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008; Commissione Europea, 2010c).

La base imponibile dell'imposta è costituita dalle azioni ordinarie e dalle obbligazioni convertibili emesse da società residenti nel Regno Unito, nonché dalle quote di società di investimento britanniche. Sono esenti da imposizione i contratti *future* e le opzioni, benché non lo sia il loro esercizio, i titoli di stato e le obbligazioni (Campbell e Froot, 1994; Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008)

³¹ Tale tipologia di contratto era definita "renounceable letters of allotment or acceptance" (Campbell e Froot, 1994; Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008).

È bene notare che sono soggette ad imposizione le transazioni effettuate sia sul mercato primario - in tal caso è l'emittente a dover pagare l'imposta - sia sul mercato secondario - in tal caso il soggetto passivo è l'acquirente - (Campbell e Froot, 1994).

Dopo una serie di riduzioni, l'aliquota fiscale è pari a 0,5%.

A supporto della sopracitata teoria contro l'imposta sulle transazioni finanziarie, nel corso degli anni sono emerse una pluralità di modalità mediante le quali gli operatori dei mercati finanziari possono sottrarsi al pagamento dell'imposta.

Ad esempio, una strategia di elusione consiste nell'emissione di certificati di titoli a custodia (*depositary receipt*), tale per cui i titoli rientranti nell'ambito di applicazione della *stamp duty* sono detenuti da una banca, generalmente statunitense, che emette un contratto che dà diritto ai relativi dividendi (Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, 2008). Similmente, un'altra opportunità di elusione è rappresentata dai titoli al portatore, cui negoziazione non richiede l'utilizzo di servizi di registrazione (Campbell e Froot, 1994). Infine, è possibile eludere l'imposta concludendo contratti derivati, piuttosto che scambiando direttamente azioni britanniche (ibidem). Negli anni '90 si è difatti sviluppato il mercato dei contratti per differenza (*contract for difference*), contratti derivati tali per cui "una controparte pagherà a un'altra la differenza tra il valore attuale del titolo sottostante e il suo valore quando il contratto è stato stipulato, senza la necessità di effettuare il passaggio di proprietà del titolo [...] sottostante" [traduzione propria] (Brondolo, 2011: 20). Nel 2009, il 40% delle transazioni effettuate sulla *London Stock Exchange* concerneva contratti per differenza (Matheson, 2011).

È bene, però, notare che le autorità britanniche hanno cercato di mitigare il ricorso a tali espedienti. Per quanto concerne i *depositary receipt*, i trasferimenti di titoli a nome delle banche che emettono tale tipologia di certificati sono tassate tre volte tanto la normale aliquota. Una simile sovrattassa è applicata anche alla creazione di titoli al portatore (Campbell e Froot, 1994).

Vi è consenso sul fatto che, per ridurre il grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie all'elusione, sia necessario estendere quanto più possibile la sua base imponibile e, eventualmente, consentire alle autorità nazionali di rivedere periodicamente la relativa legislazione (cfr Palley, 2003; Matheson, 2011; Brondolo, 2011; Pomeranets, 2012).

Tuttavia, oltre alla difficoltà di progettare un'imposta che sia neutra rispetto ai vari segmenti del mercato, "i governi possono rischiare così di trovarsi in una perpetua corsa per tenersi al passo con l'innovazione finanziaria" [traduzione propria] (Wrobel, 1996:b: 11).

Tale preoccupazione potrebbe, però, essere eccessiva nella misura in cui, come asserito da Palley (2003), anche l'ingegneria finanziaria è costosa, sia in termini di risorse, sia giacché è impossibile creare perfetti sostituti.

II.2 La prima proposta di direttiva della Commissione Europea

Nel primo capitolo si è mostrato come, sino all'adozione della risoluzione del Parlamento Europeo dell'8 marzo 2011, la Commissione Europea si fosse sempre espressa negativamente sull'eventualità di implementare un'imposta sulle transazioni finanziarie unicamente a livello regionale. Una delle principali motivazioni alla base di tale posizione era l'alto grado di esposizione dell'imposta all'elusione, in particolare in mancanza di un coordinamento tra i maggiori centri finanziari.

Nella proposta di direttiva del 28 settembre 2011 (Commissione Europea, 2011a) e nella valutazione di impatto ad essa allegata (Commissione Europea, 2011b), la prospettiva venne completamente ribaltata: la Commissione individuò nell'elusione e nella conseguente alterazione della concorrenza nel mercato interno gli elementi giustificanti l'azione dell'Unione Europea in ambito di tassazione del settore finanziario, e decise di procedere con l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie, al fine di dimostrarne la realizzabilità e di promuoverne l'adozione a livello globale.

II.2.1 Le motivazioni

Nonostante le sopracitate perplessità circa l'efficacia di un'azione unilaterale, alcuni Stati membri adottarono misure fiscali volte a far sì che il settore finanziario contribuisse al risanamento dei bilanci nazionali. Tuttavia, a giudizio della Commissione Europea, tali iniziative rischiavano di minare il corretto funzionamento del mercato interno, dando origine a fenomeni di doppia imposizione - nella misura in cui le autorità nazionali estendevano l'ambito territoriale di applicazione delle proprie imposte per contrastare l'alta mobilità delle transazioni - ed incentivando lo sviluppo, nell'Unione stessa, di territori a trattamento fiscale privilegiato (Commissione Europea, 2011a; 2011b).

Un'armonizzazione delle diverse modalità di tassazione del settore finanziario era quindi necessaria e, conformemente al principio di sussidiarietà, inevitabile, soprattutto giacché gli accordi bilaterali finalizzati a risolvere il problema della doppia imposizione avrebbero condotto unicamente a soluzioni parziali e la creazione di una rete di accordi, qualora fosse stato possibile realizzarla, avrebbe richiesto tempo (Commissione Europea, 2011b).

La base giuridica di tale intervento era dunque costituita, per quanto concerne l'imposta sulle transazioni finanziarie, dall'art. 113 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, tale per cui

“il Consiglio, deliberando all'unanimità secondo una procedura legislativa speciale e previa consultazione del Parlamento Europeo e del Comitato Economico e Sociale, adotta le disposizioni che riguardano l'armonizzazione delle legislazioni relative alle [...] imposte indirette, nella misura in cui detta armonizzazione sia necessaria per assicurare l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno ed evitare distorsioni di concorrenza”.

Sulla base di tali considerazioni, la Commissione Europea analizzò, nuovamente, due strumenti fiscali: l'imposta sulle transazioni finanziarie (ITF) e l'imposta sulle attività finanziarie (FAT). Nello specifico, entrambe le imposte furono valutate come fonti di finanziamento, come misure correttive

per il risanamento del settore finanziario e come provvedimenti funzionali a ripristinare una parità di condizioni nel mercato europeo.

Relativamente alla capacità di generare entrate, il gettito fiscale derivante da un'imposta sulle transazioni finanziarie, con base imponibile costituita dai prodotti finanziari negoziati in tutti i segmenti del mercato mobiliare, sarebbe ammontato, con un'aliquota dello 0,1% ed ipotizzando una riduzione del 90% del volume di transazioni in derivati ed un'elasticità pari all'1,5%, a 92 miliardi di euro (Commissione Europea, 2011d). Comparativamente, da un'imposta sulle attività finanziarie applicata a tutti i profitti e le remunerazioni del settore finanziario (FAT1) si sarebbero riscossi, con un'aliquota dello 0,5% ed assumendo l'originarsi di fenomeni di delocalizzazione in seguito all'introduzione dell'imposta, 24,6 miliardi di euro (Commissione Europea, 2011b).

A giudizio della Commissione Europea, le probabilità di elusione sarebbero state maggiori per un'imposta sulle transazioni finanziarie, così come sarebbe stata significativa la contrazione del PIL da essa causata³². Tuttavia, tale misura fiscale sarebbe stata più progressiva rispetto all'imposta sulle attività finanziarie, anche se non era possibile individuarne i reali soggetti passivi (Commissione Europea, 2011b).

In merito alla presenza di comportamenti nocivi nel settore finanziario, l'imposta sulle transazioni finanziarie, nell'eventualità dell'esistenza di una

³² Ipotizzando che tutti gli investimenti dell'economia siano finanziati attraverso l'aiuto di titoli (azioni ed obbligazioni) (Commissione Europea, 2011b), la perdita di output derivante da un'imposta sul trasferimento di titoli, con aliquota fiscale dello 0,1%, sarebbe stata uguale, nel lungo periodo, all'1,76% del PIL europeo.

È bene notare che perplessità sono state sollevate da Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr circa i modelli macroeconomici utilizzati dalla Commissione per stimare gli effetti delle due imposte sull'economia europea. In primo luogo, secondo gli studiosi, non è possibile confrontare tali misure fiscali giacché "le [loro] valutazioni di impatto [...] sono basate su due modelli macroeconomici completamente diversi" [traduzione propria] (Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr, 2011: 618). Inoltre, "entrambi i modelli sembrano essere veramente inadeguati alla valutazione delle potenziali perdite di output [...]" [traduzione propria] (ibidem), dato che, ad esempio, mancano di considerare le possibili evasioni e delocalizzazione.

Al contrario, a giudizio di Griffith-Jones e Persaud (2012), il modello della Commissione non è completo poiché ignora le esternalità positive. Ad esempio, la Commissione non ha tenuto conto del fatto che la concorrenzialità del mercato finanziario potrebbe ridurre la probabilità che siano i consumatori finali a sostenere l'onere fiscale e che se l'imposta sulle transazioni finanziarie va a sostituire un'altra imposta meno progressiva, potrebbe risulterne un aumento dei consumi (ibidem).

Per approfondimenti vedi Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr (2011) e Griffith-Jones e Persaud (2012).

correlazione tra transazioni a breve termine e rischi sistemici, avrebbe stabilizzato i mercati; l'imposta sulle attività finanziarie avrebbe invece prodotto un tale risultato solo nella formulazione con base imponibile costituita dai profitti superiori ad un certo livello (FAT3), nella misura in cui essi derivano da attività rischiose. In ogni caso, sarebbero state preferibili delle misure regolamentari meglio incentrate sui fattori di rischio sistemico.

Similmente, entrambe le misure fiscali non avrebbero corretto “le distorsioni nelle decisioni di investimento e gli incentivi ad un eccessivo indebitamento creati dal differente trattamento del debito e del capitale proprio negli attuali sistemi fiscali [...]” [traduzione propria] (Commissione Europea, 2011b: 35)³³. L'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe, però, consentito di contenere il trading ad alta frequenza, nonché di rendere soggette ad imposizione le rendite ed i ricavi eventualmente conseguenti. Ovviamente, se la finalità fosse stata unicamente l'introduzione di una qualche forma di imposizione sulle rendite presenti nel settore finanziario, l'imposta sulle attività finanziarie sarebbe stata più funzionale.

Occorre evidenziare che la Commissione Europea si discostò notevolmente da quanto lei stessa sostenuto nei precedenti studi sulla tassazione del settore finanziario, non considerando l'aspetto lesivo che l'aumento dei costi di transazione e la riduzione delle transazioni a breve termine, conseguenti all'adozione dell'imposta sulle transazioni finanziarie, avrebbero avuto sull'efficienza dei mercati.

Per quanto concerne la necessità di tutelare il mercato interno, dato l'alto grado di mobilità della sua base imponibile, l'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe richiesto una maggiore coordinazione, ossia, ad esempio, lo sviluppo un'unica tassonomia per identificare gli strumenti finanziari (Commissione Europea, 2011b).

Come asserito da Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr (2012), se la Commissione si fosse basata unicamente sui risultati della valutazione di impatto, sarebbe dovuta propendere, conformemente alle sue precedenti posizioni in materia,

³³ In letteratura, vi è consenso sul fatto che la deducibilità dei pagamenti degli interessi sia alla base dell'eccessivo ricorso, da parte delle società, a strumenti di debito. Per approfondimenti Commissione Europea (2011b).

per l'implementazione di un'imposta sulle attività finanziarie, o comunque sarebbe dovuta giungere alla conclusione che l'imposta sulle transazioni finanziarie non era funzionale alle finalità che si intendono perseguire con la tassazione del settore.

Tuttavia, la decisione della Commissione di procedere con l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie a livello europeo non fu motivata unicamente da considerazioni prettamente economiche, quanto piuttosto dall'osservazione che

“dato che l'obiettivo finale della proposta [...] è il raggiungimento di un accordo globale sulla tassazione del settore finanziario, il valore economico e politico dell'essere i pionieri è considerato importante. Nell'eventualità che altre regioni seguano l'esempio europeo, i benefici economici dell'imposta sulle transazioni finanziarie dell'Unione Europea aumenteranno sicuramente, così come diminuiranno i rischi di delocalizzazione” [traduzione propria] (Commissione Europea, 2011b: 38).

II.2.2 La prima proposta della Commissione Europea

In base alla proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE, sarebbero stati soggetti ad imposizione la vendita, l'acquisto ed il trasferimento di strumenti finanziari nonché “la stipula e la modifica di contratti derivati” (art. 2 comma 1 punto 1) lett. c), effettuati dalle istituzioni finanziarie sia sui mercati regolamentati che sul mercato *over-the-counter*.

Per strumento finanziario si sarebbe dovuto intendere, conformemente alla sezione C dell'allegato I della direttiva *MiFID*, tutti i titoli del mercato dei capitali e del mercato monetario, i prodotti derivati, ivi inclusi quelli aventi come sottostanti valute, i pronti contro termine, le quote di organismi di investimento collettivo, nonché i prodotti strutturati o “altri strumenti finanziari offerti tramite cartolarizzazione [...]” (art. 2 comma 1 punto 6) ³⁴.

Sarebbe stata esente dal pagamento dell'imposta, l'emissione di titoli, fuorché per le azioni e per le quote di organismi di investimento collettivo (art. 1

³⁴ Non sarebbero, dunque, rientrati nell'ambito di applicazione dell'imposta le transazioni spot sui mercati valutari (Commissione Europea, 2011a).

comma 4 lettera a)). Sarebbero state altresì esentate le transazioni con le *clearing house*, con i depositari centrali di titoli, con l'Unione Europea, con la Banca Centrale Europea, con le banche centrali nazionali, con la Banca Europea per gli investimenti, con lo strumento europeo di stabilità finanziaria e con “gli enti istituiti dall'Unione Europea o dalla Comunità Europea dell'energia atomica [...]” (art. 1 comma 4 lettera b)).

La base imponibile sarebbe stata costituita dal prezzo dei titoli o, se esso fosse stato inferiore al prezzo di mercato o se la transazione fosse stata effettuata all'interno di uno stesso gruppo societario, dal “prezzo di mercato determinato nel momento in cui l'ITF [imposta sulle transazioni finanziarie] diventa esigibile”(art. 5 comma 2). Per i derivati, l'importo da versare sarebbe stato calcolato sul valore nozionale.

Le aliquote fiscali sarebbero state, come minimo, dell'0,1% per gli strumenti finanziari non derivati e dello 0,01% per i derivati (art. 8 comma 2).

Relativamente all'esigibilità dell'imposta, essa sarebbe sorta nel momento dell'esecuzione di una transazione suscettibile, secondo i criteri sopracitati, di imposizione (art. 4).

Soggetti passivi sarebbero state le istituzioni finanziarie, sia nell'eventualità che negoziassero per il loro portafoglio, sia nel caso che agissero per conto altrui. Occorre specificare che se la transazione fosse stata effettuata da un intermediario finanziario per nome o per conto di un'altra istituzione finanziaria, sarebbe stata quest'ultima a dover pagare l'imposta (art. 9 commi 1 e 2).

La determinazione dell'ambito territoriale di applicazione di tale strumento fiscale sarebbe stata basata sul principio di residenza, ossia esso avrebbe colpito le operazioni effettuate dagli enti finanziari residenti in uno degli Stati membri (art. 1 comma 2). Nello specifico, il concetto di “residente” avrebbe dovuto identificare le istituzioni finanziarie aventi la sede legale, la residenza o delle succursali in uno Stato membro, nonché gli enti autorizzati “dalle autorità di tale Stato membro ad agire in tale veste [...]” o partecipanti “a una transazione finanziaria con un altro ente finanziario stabilito in tale Stato membro [...]” (art. 3 comma 1 lett. a) e c). In quest'ultimo caso, l'istituzione

finanziaria non europea avrebbe potuto esimersi dal versamento dell'imposta provando la mancanza di un "collegamento tra la sostanza economica della transazione e il territorio di qualsiasi Stato membro" (art. 3 comma 3).

L'imposta sulle transazioni finanziarie fu progettata in tal modo dalla Commissione Europea al fine di ridurre le esternalità negative e di "chiudere più scorciatoie possibili" [traduzione propria] (Commissione Europea, 2011b: 51).

Ad esempio, alla base dell'esenzione delle operazioni sul mercato primario, vi fu la necessità di contenere l'aumento del costo del capitale per i governi e le imprese (Commissione Europea, 2011a). A giudizio di Shaviro (2012), l'imposta avrebbe ugualmente compromesso le loro capacità di finanziamento dal momento che gli investitori, allo scopo di limitare il proprio onere fiscale, avrebbero richiesto un abbassamento dei prezzi dei titoli da loro emessi.

L'esposizione dell'imposta all'elusione sarebbe stata invece limitata dal suo ampio ambito di applicazione, in termini di prodotti finanziari, e dal principio di residenza (Commissione Europea, 2011a; 2011b).

In merito all'elusione mediante spostamento verso altri strumenti, anche coloro che si opposero all'introduzione dell'imposta riconobbero che la Commissione ne aveva potenzialmente ridotto le probabilità, includendo, come già asserito, nella base imponibile tutti i titoli negoziati nei mercati azionari, monetari ed obbligazionari, regolamentati o *over-the-counter*, i contratti derivati ed i prodotti strutturati (Shaviro, 2012³⁵; Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr, 2012).

Nel paragrafo precedente, si è visto che, nel lungo periodo, nuove opportunità di elusione, in particolare nel mercato OTC, sono rese possibili dall'ingegneria finanziaria, ovvero dalla creazione di nuovi prodotti la cui negoziazione non è soggetta ad imposizione. Secondo Brondolo, tale problema potrebbe essere risolto seguendo l'esempio del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010, che, per indicare gli strumenti finanziari di cui rafforza la regolamentazione, ne riporta le proprietà essenziali. In altri termini,

³⁵ È necessario evidenziare che, secondo Shaviro, l'esenzione dei contratti assicurativi dal pagamento dell'imposta avrebbe potuto far sorgere strategie di elusione. Tuttavia, ciò sarebbe dipeso dall'interpretazione che gli Stati membri avrebbero dato del concetto "contratti assicurativi" (Shaviro, 2012).

sarebbe sufficiente prevedere che qualsiasi sostituto di un titolo tassato possa essere creato a scopi elusivi venga inserito nella base imponibile (Brondolo, 2011).

Un simile approccio è, presumibilmente, riscontrabile nell'art. 4 comma 2 della direttiva MiFID, cui la proposta di direttiva del 28 settembre 2011 rimanda per la definizione di "strumento finanziario", che prevede che "per tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e garantire l'applicazione uniforme della presente direttiva, la Commissione può [...] chiarire le definizioni" presenti nella sezione C dell'allegato I (cfr Foschini, 2008: 128-129).

Tuttavia, né nella proposta di direttiva né nella letteratura critica è presente alcun riferimento a tale articolo. La Commissione stabilì unicamente, nell'art. 11 comma 1 della proposta di direttiva, che "gli Stati membri adottano misure per prevenire l'evasione, l'elusione e l'abuso".

Per quanto concerne l'elusione geografica, la Commissione cercò di contenerla identificando l'evento tassabile con l'esecuzione di transazioni da parte delle istituzioni finanziarie europee, invece che con pari operazioni sui mercati finanziari europei, data la differente mobilità (Commissione Europea, 2011b). È bene ricordare che sarebbero state soggette ad imposizione anche le istituzioni finanziarie estere, controparti, in una transazione, di enti finanziari europei.

Per Vella, Fuest e Schmidt-Eisenlohr (2012) anche se fosse stato applicato il principio di residenza, sarebbe stato possibile eludere l'imposta effettuando le transazioni in centri finanziari non europei attraverso società sussidiarie ivi residenti³⁶. Secondo gli studiosi, similmente a quanto asserito dalla Commissione (2010a) stessa nello studio sul finanziamento innovativo a livello globale, ciò sarebbe stato più semplice segnatamente per le grandi istituzioni finanziarie.

A una simile conclusione giunsero altresì Griffith-Jones e Persaud (2012), anche se per dimostrare che l'elusione sarebbe stata marginale, nella misura in

³⁶ Occorre rilevare che Richard sollevò dubbi non solo sulla capacità del principio di residenza di limitare l'elusione, bensì anche sulla sua stessa fattibilità amministrativa, dato che esso "suppone una cooperazione con le autorità fiscali degli Stati terzi [...]" [traduzione propria] (Richard, 2013: 3)

cui la maggior parte delle transazioni sono effettuate da fondi pensione che hanno dei benefici nell'essere residenti nell'Unione.

È bene notare che la Commissione Europea (2012e) era pienamente consapevole della possibilità di sottrarsi al pagamento dell'imposta mediante lo spostamento della società o attraverso la formazione di società sussidiarie, ma la riteneva alquanto improbabile, dato che avrebbe comportato la perdita della clientela europea.

Inoltre, a giudizio della Commissione Europea, la scelta del luogo ove effettuare le transazioni non dipendeva unicamente dai costi di transazione, ma anche dalla liquidità del mercato, dalla regolamentazione, dalla certezza legale, dalla stabilità politica e, come affermato da Schulmeister, Schratzenstaller e Picek, dalla presenza di economie di agglomerazione (Commissione Europea, 2011f)³⁷.

II.3 La cooperazione rafforzata

II.3.1 Il mancato accordo e la cooperazione rafforzata

Stando all'art. 17 della proposta di direttiva del 28 settembre 2011, l'armonizzazione delle legislazioni nazionali relative all'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe dovuto essere completata entro il 31 dicembre 2013.

Ben presto, fu, però, evidente la mancanza di un accordo.

Durante la riunione del Consiglio del 13 marzo 2012, i ministri dell'economia e delle finanze si impegnarono a valutare più approfonditamente la proposta della Commissione Europea, ma manifestarono altresì la volontà di esaminare "eventuali soluzioni di compromesso e percorsi alternativi" (ECOFIN, 2012a: 6).

Tale posizione fu ribadita dal ministro danese Margrethe Vestager, presidente del Consiglio, in occasione della discussione, in seno al Parlamento Europeo,

³⁷ In tale allegato la Commissione auspicava, però, che un'imposta sulle transazioni finanziarie fosse applicata anche in Svizzera.

su un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie del 23 maggio 2012 (Parlamento Europeo, 2012a).

Molteplici questioni furono affrontate durante il dibattito parlamentare.

In primo luogo, si iniziò a considerare l'eventualità di procedere con l'implementazione dell'imposta anche senza un coordinamento a livello regionale. A giudizio della Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori, se fosse stata adottata unicamente in un numero limitato di Stati membri, essa avrebbe perso significato giacché, invece di rafforzare il mercato interno, lo avrebbe frammentato. Tali perplessità erano condivise anche da alcuni parlamentari del Gruppo del Partito Popolare Europeo (PPE) e dell'Alleanza dei Democratici e dei Liberali per l'Europa (ALDE). Al contrario, secondo Anni Podimata, relatrice per la Commissione per i problemi economici e monetari alla base, come già evidenziato, della risoluzione dell'8 marzo 2011, l'armonizzazione delle misure fiscali era essenziale per la convergenza delle politiche economiche e per la stabilità nell'Unione e dunque non poteva essere bloccata dal veto di alcuni governi (Parlamento Europeo, 2012a).

Inoltre, forte era il disaccordo sulla possibilità di destinare parte del gettito fiscale al bilancio dell'Unione, come ipotizzato dalla Commissione Europea nella proposta di direttiva del Consiglio relativa al sistema delle risorse proprie del 29 giugno 2011 (Commissione Europea, 2011a).

Il dibattito parlamentare si concentrò anche sulla necessità di apportare in particolare due emendamenti alla proposta della Commissione Europea, entrambi tesi a minimizzare l'esposizione dell'imposta all'elusione mediante migrazione degli investimenti *offshore*.

Ancor prima della riunione del 13 marzo 2012, era certa l'assenza dell'unanimità in seno al Consiglio. Altrettanto evidente era il fatto che tale situazione di stallo fosse dovuta in particolare alla ferma opposizione del Regno Unito ed all'esitazione della Svezia. A giudizio del governo britannico, l'imposta sulle transazioni finanziarie, nella formulazione avanzata dalla Commissione Europea, avrebbe unicamente compromesso il ruolo di Londra come principale centro finanziario mondiale (Richard, 2013). Dopo la

fallimentare esperienza degli anni '80, dubbia era, secondo le autorità svedesi, la fattibilità stessa di un'imposta sulle transazioni finanziarie (ibidem).

Allo scopo di far sì che questi due Stati membri rivedessero le proprie posizioni in materia e che dunque le opportunità di elusione fossero effettivamente limitate, la Commissione per gli affari economici e monetari propose di consolidare la proposta di direttiva del 28 settembre 2011 mediante il principio di emissione, tale per cui sono soggette ad imposizione tutte le negoziazioni concernenti titoli emessi da società europee, ed il principio di proprietà, tale per cui la validità legale della transazione viene riconosciuta solo in seguito al versamento dell'imposta, principi, come si è visto nei paragrafi precedenti, alla base della *stamp duty* della Gran Bretagna (Parlamento Europeo, 2012a)³⁸.

Favorevole ad entrambi gli emendamenti era il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE, 2012). Il commissario Šemeta, pur avallando l'ipotesi di introdurre il criterio di emissione, riteneva che la decisione di applicare il principio di proprietà spettasse singolarmente ad ogni Stato membro (Parlamento Europeo, 2012a).

Infine, si discusse circa la necessità di rendere esenti da imposizione, come affermato dal Gruppo del Partito Popolare Europeo (PPE), i fondi pensione e gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. Fortemente contrari erano Anni Podimata e Algirdas Šemeta giacché tale emendamento avrebbe

³⁸ Occorre notare che, stando alle dichiarazioni di alcuni parlamentari del Gruppo dell'Alleanza Progressista di Socialisti e Democratici (S&D), vi era la convinzione che la proposta della Commissione Europea non fosse molto differente dall'imposta sul trasferimento di titoli implementata in Svezia dal 1984 al 1991, in quanto entrambe fondate sul principio di residenza (Parlamento Europeo, 2012a). In realtà, come evidenziato precedentemente, l'imposta svedese aveva un ambito di applicazione notevolmente più ristretto, in quanto incentrata esclusivamente sui broker nazionali e limitata alla sola borsa di Stoccolma.

Al contrario, l'imposta sulle transazioni finanziarie progettata dalla Commissione Europea sembrava avere una copertura notevolmente più ampia. A giudizio della Commissione degli affari europei del Senato francese, il fatto che "l'applicabilità dell'imposta riposasse sul principio [...] di residenza [...] sembrava significare un ambito territoriale circoscritto al territorio dell'Unione Europea, ma tale principio di residenza offriva in realtà una base molto estesa alla TTF [imposta sulle transazioni finanziarie]" [traduzione nostra] (Senato francese, 2012: 22), portando ad ipotizzare una "extraterritorialità dell'imposta" [traduzione nostra](ibid.: 23).

Tale considerazione fu avanzata altresì, come in parte già asserito, da Richard (Richard, 2013). Inoltre, invece che comportare una migrazione delle transazioni, l'imposta sulle transazioni finanziarie europea avrebbe piuttosto determinato una delocalizzazione delle istituzioni finanziarie (cfr Senato francese, 2012).

leso l'efficienza dell'imposta. Secondo il Gruppo dei Verdi-Alleanza Libera Europea, l'esenzione non era necessaria, dato che i fondi pensione hanno strategie di investimento di lungo periodo. Essa avrebbe unicamente creato nuove opportunità di elusione, poiché gli operatori dei mercati finanziari si sarebbero sottratti all'imposizione effettuando le loro transazioni mediante gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Parlamento Europeo, 2012a).

Il 23 maggio stesso, il Parlamento Europeo adottò una risoluzione (Parlamento Europeo, 2012b) tale per cui il principio di residenza veniva integrato con il principio di emissione e di proprietà (emendamenti 13, 16, 18 e 19) ed i fondi pensione erano esentati dal versamento dell'imposta (emendamento 15). Furono apportate altre due importanti modifiche alla proposta di direttiva della Commissione Europea: le transazioni sul mercato valutario a pronti vennero inserite nella base imponibile (emendamento 14) e si affermò che l'aliquota fiscale avrebbe dovuto essere più alta per le transazioni sul mercato *over-the-counter* (emendamento 5).

Fu, inoltre, auspicata la formazione, da parte della Commissione Europea, di "un gruppo di lavoro a livello di esperti (comitato per l'ITF [imposta sulle transazioni finanziarie]) [...]", preposto a sorvegliare "le transazioni finanziarie al fine di individuarne sistemi di evasione, proporre contromisure e coordinarne l'attuazione a livello nazionale laddove necessario" (emendamento 29).

Si specificò che le misure "per prevenire l'evasione, l'elusione e l'abuso" avrebbero dovuto essere "unionali" (emendamento 28).

Venne altresì sancita una prima apertura all'ipotesi di una cooperazione rafforzata in materia, purché fosse coerente con "l'obiettivo ultimo di un'applicazione dell'ITF estesa a tutta l'Unione" e purché fossero adottate "misure di ampio respiro al fine di assicurare che ciò non influenzi negativamente il funzionamento del mercato interno" (emendamento 2).

Nonostante il tentativo del Parlamento Europeo, durante la riunione del Consiglio Economia e Finanza del 22 giugno 2012, si constatò nuovamente la mancanza di un accordo (ECOFIN, 2012b). Alcuni Stati membri iniziarono,

però, a mostrarsi disponibili a procedere ugualmente nell'implementazione dell'imposta mediante la procedura della cooperazione rafforzata (ibidem).

Il 9 ottobre 2012, in occasione di un'altra riunione del Consiglio, undici delegazioni, ossia l'Austria, il Belgio, l'Estonia, la Francia, la Germania, la Grecia, l'Italia, il Portogallo, la Slovacchia, la Slovenia e la Spagna, informarono gli altri Stati europei di aver presentato richiesta di cooperazione rafforzata (ECOFIN, 2012c).

Il 25 ottobre 2012, la Commissione Europea avanzò una proposta di decisione del Consiglio che autorizzasse la cooperazione rafforzata.

Dopo aver ottenuto l'approvazione del Parlamento Europeo il 12 dicembre 2012 e del Consiglio il 22 gennaio 2013, la Commissione pubblicò, il 14 febbraio 2013, una proposta di direttiva che attua una cooperazione rafforzata nel settore dell'imposta sulle transazioni finanziarie (Commissione Europea, 2013a).

II.3.2 La seconda proposta di direttiva della Commissione Europea

Nonostante gli obiettivi e le motivazioni alla base siano rimasti invariati, la Commissione Europea ha parzialmente modificato la sua proposta del 28 settembre 2011 al fine di adattarla all'ambito territoriale di applicazione più ristretto e di rispondere ai dubbi emersi durante i negoziati con gli Stati membri.

È bene notare che la Commissione Europea è ancora fermamente convinta che il principio di residenza, o, più precisamente, la sua variante presente nella proposta iniziale, tale per cui risultavano essere residenti sia le istituzioni aventi sede legale o succursali in uno Stato membro, sia gli enti finanziari autorizzati a negoziare nei mercati finanziari locali, avesse minimizzato le probabilità di elusione, giacché unicamente “le transazioni che non concernevano clienti europei e che non avevano luogo nell'Unione Europea e che, dunque, non [presentavano] qualsiasi tipo di legame tra la sostanza economica [...] e il territorio di qualsiasi Stato membro non sarebbero state tassate” [traduzione nostra] (Commissione Europea, 2013b: 39-40).

Tuttavia, conformemente a quanto auspicato dal Parlamento Europeo e dagli Stati membri, la Commissione ha ugualmente deciso di introdurre il principio di emissione, ossia ha aggiunto come condizione perché un ente finanziario possa considerarsi “stabilito sul territorio di uno Stato membro partecipante [alla cooperazione rafforzata]” il fatto che effettui “una transazione finanziaria concernente un prodotto strutturato o uno degli strumenti finanziari [...] emesso sul territorio dello Stato membro in questione” (art. 4 paragrafo 6 lettera g). Tale criterio non è valido per i contratti derivati, dal momento che essi possono essere creati e stipulati ovunque (fuorché se relativi ai mercati regolamentati).

Secondo la Commissione, l'imposta consentirebbe di riscuotere 31 miliardi di euro (Commissione Europea, 2013a). Il gettito fiscale derivante dall'applicazione del principio di emissione ammonterebbe a 0,39 miliardi di euro per i titoli azionari e a 0,83 miliardi di euro per i titoli a reddito fisso (Commissione Europea, 2013b).

La mancata partecipazione di tutti gli Stati membri al processo di armonizzazione delle legislazioni concernenti l'imposta sulle transazioni finanziarie ha rischiato di far presentare nuovamente un'ulteriore opportunità di elusione. In parte similmente a quanto asserito da Brondolo (2011) relativamente all'imposta sulle transazioni finanziarie belga, in virtù della legislazione europea, le istituzioni finanziarie possono, dopo essere state ammesse alla negoziazione dalle autorità dello Stato membro di residenza, accedere liberamente agli altri mercati finanziari europei. Ciò consentirebbe loro, a giudizio della Commissione, di effettuare una transazione in uno degli Stati membri partecipanti alla cooperazione rafforzata senza essere tenute a versare l'imposta (naturalmente purché la controparte non ne abbia la residenza) (Commissione Europea, 2013b). Da qui la precisazione della Commissione che deve essere considerato soggetto passivo dell'imposta anche l'ente finanziario che “è autorizzato o altrimenti legittimato a operare, dall'estero, come ente finanziario [...]” (art. 4 paragrafo 6 lettera b) nel territorio di uno degli Stati membri partecipanti alla procedura di cooperazione rafforzata.

Occorre evidenziare che, come riconosciuto dalla stessa Commissione Europea, né questa puntualizzazione né il principio di emissione sono in grado, tuttavia, di impedire che le istituzioni finanziarie residenti riescano ad esimersi dal versamento dell'imposta spostandosi in Stati membri non partecipanti o "trasformando le succursali già attive in questi centri finanziari in società sussidiarie legalmente indipendenti" [traduzione nostra] (Commissione Europea, 2013b: 42).

Per quanto concerne l'elusione mediante spostamento delle transazioni su altri prodotti non tassati, come rilevato da Englisch, Vella e Yevgenyeva (2013), allo scopo di ridurre le possibilità, la Commissione ha disposto che i *depository receipt* siano considerati come emessi nello Stato membro del sottostante qualora sia certo che vengano utilizzati come strategia di elusione (art. 14) ed ha incluso nella base imponibile anche la modifica di strumenti finanziari (art. 2) .

Un altro importante cambiamento apportato all'originaria proposta di direttiva è l'esenzione da imposizione di quote e unità di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e di fondi di investimento alternativi (Commissione Europea, 2013b; Englisch, Vella e Yevgenyeva, 2013)³⁹.

In base all'art. 20, gli undici Stati membri partecipanti alla procedura di cooperazione rafforzata avrebbero dovuto conformarsi alle disposizioni della proposta di direttiva del 14 febbraio 2013 entro il 30 settembre.

Tuttavia, i negoziati sono ancora in corso.

Il 18 aprile 2013, il Regno Unito ha presentato ricorso presso la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, richiedendo che fosse annullata l'autorizzazione del Consiglio alla cooperazione rafforzata. A giudizio delle autorità britanniche, l'imposta sulle transazioni finanziarie progettata dalla Commissione Europea, come asserito anche da Englisch, Vella e Yevgenyeva, avrebbe portata extraterritoriale e lederebbe le economie degli Stati membri

³⁹ Per ulteriori approfondimenti sulle variazioni effettuate dalla Commissione Europea alla proposta di direttiva del 28 settembre 2011 vedi Englisch, Vella e Yevgenyeva (2013). È necessario sottolineare che le proposte del Parlamento Europeo di esentare i fondi pensione, di includere nella base imponibile le transazioni sul mercato dei cambi a pronti e di differenziare le aliquote in modo da incentivare lo spostamento delle transazioni sui mercati regolamentati non sono state accolte.

non partecipanti (Englisch, Vella e Yevgenyeva, 2013; InfoCuria-Giurisprudenza della Corte di Giustizia⁴⁰). Negli stessi giorni, il governo italiano ha richiesto di escludere dall'ambito di applicazione dell'imposta anche le transazioni in titoli di Stato sul mercato secondario (Il Sole 24ore, 22 aprile 2013).

⁴⁰ Corte Giust. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord c. Consiglio dell'Unione Europea (Causa C-209/13).
<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=137910&mode=req&pageIndex=1&dir=&occ=first&part=1&text=enhanced%2Bcooperation&doclang=IT&cid=27172#ctx1>

CONCLUSIONI

In questo elaborato, si è cercato di analizzare le modalità di elusione di un'imposta sulle transazioni finanziarie e di valutare, in particolare, come e se la Commissione Europea, che il 28 settembre 2011 ed il 14 febbraio 2013 ha presentato due proposte di direttiva volte ad istituire un sistema comune di imposta, rispettivamente, nell'Unione Europea e in undici Stati membri, ne abbia ridotto le probabilità.

Benché sia difficile prendere una posizione definitiva a causa della complessità dell'argomento, il grado di esposizione ad elusione della prima variante di imposta sulle transazioni finanziarie progettata dalla Commissione Europea, essendo basata sul principio di residenza - tale per cui sono soggette ad imposizione le operazioni effettuate da istituzioni finanziarie europee - ed avendo una base imponibile comprendente tutti i contratti derivati e tutti gli strumenti finanziari del mercato dei capitali e del mercato monetario - regolamentati o *over-the-counter* - sembrava essere minimo.

Per quanto concerne l'elusione mediante spostamento delle transazioni su prodotti non rientranti nell'ambito di applicazione dell'imposta, tale considerazione è coerente con quanto affermato in letteratura.

Relativamente all'elusione mediante migrazione delle transazioni in mercati *offshore*, tale osservazione in parte diverge da quanto sostenuto da alcuni studiosi e dagli Stati membri, segnatamente il Regno Unito e la Svezia, che ne hanno impedito l'entrata in vigore. Coloro che si sono opposti all'introduzione di questa misura fiscale hanno, infatti, affermato che le istituzioni finanziarie avrebbero potuto facilmente eluderla, effettuando le transazioni mediante delle società sussidiarie residenti in Stati non europei o trasferendovi direttamente la propria attività.

L'esistenza di una tale strategia di elusione è innegabile, ma è opportuno considerare altri tre fattori.

In primo luogo, come evidenziato anche dalla Commissione stessa, il processo di delocalizzazione sarebbe stato contenuto e non avrebbe interessato tutti gli

enti finanziari, data la comprovata esistenza di economie di agglomerazione e la difficoltà dell'operazione.

Secondariamente, come rimarcato nelle risoluzioni del Parlamento Europeo, a spostarsi in centri finanziari esteri sarebbero stati soprattutto gli operatori che effettuano transazioni a breve termine con finalità speculative, dal momento che esse dipendono fortemente dalla presenza di bassissimi costi di transazione. Oltretutto, alla luce del fatto che il principale obiettivo di un'imposta sulle transazioni finanziarie, così come concepita da James Tobin, è la limitazione della speculazione nei mercati finanziari, si sarebbe dovuto valutare positivamente quest'ultima eventualità.

Le obiezioni alla possibilità di un'efficace implementazione dell'imposta a livello europeo, basate sulla presenza della suddetta opportunità di elusione, mancano, infine, di considerare un terzo importante fattore: le conseguenze sul piano politico dell'adozione della proposta di direttiva.

La scelta della Commissione Europea di proporre l'imposta sulle transazioni finanziarie, nonostante fosse più suscettibile di elusione rispetto ad altri strumenti fiscali, fu motivata anche dall'auspicio che l'Unione Europea potesse fungere da modello per le altre potenze economiche e per le organizzazioni regionali. Se la sua introduzione nell'Unione ne avesse promosso l'implementazione a livello internazionale, chiaramente il rischio di elusione mediante spostamento delle transazioni *offshore* sarebbe stato ridotto.

Inoltre, se si fosse raggiunto un accordo per l'adozione della proposta di direttiva, l'immagine dell'Unione Europea ne sarebbe uscita rafforzata. Una delle principali critiche che le possono essere mosse dopo la crisi dei mutui subprime, è il non aver saputo gestire la situazione di dissesto economico della Grecia, ossia l'aver richiesto l'intervento del Fondo Monetario Internazionale, dando così un segnale negativo ai mercati e facendo sorgere ulteriori opportunità di speculazione (cfr Di Gaspare, 2011b). Procedendo nell'armonizzazione delle legislazioni concernenti l'imposta sulle transazioni finanziarie, la percezione degli investitori sarebbe stata completamente ribaltata, ossia si sarebbe data loro prova della capacità di un effettivo

coordinamento tra gli Stati membri, con conseguente maggiore stabilità e competitività del mercato finanziario interno.

È, però, mancata nuovamente l'unanimità in seno al Consiglio.

In merito alla seconda proposta di direttiva della Commissione Europea, basata, oltre che sul principio di residenza, sul principio di emissione - tale per cui sono soggette ad imposizione anche le transazioni concernenti titoli emesse da società o Stati europei -, i negoziati sono ancora in corso. Come riconosciuto dalla Commissione stessa, essendo l'ambito geografico di applicazione più ristretto e vista la mancata partecipazione alla procedura di cooperazione rafforzata del più importante centro finanziario europeo, qual è la Gran Bretagna, le probabilità di elusione potrebbero essere maggiori rispetto alla prima proposta. Se si decidesse di rendere esenti da imposizione, come richiesto dall'Italia, le transazioni effettuate sul mercato secondario dei titoli di Stato, potrebbero anche sorgere strategie di elusione mediante spostamento verso altri prodotti.

Tuttavia l'assenza di letteratura critica rende difficile prefigurarsi con più chiarezza la direzione conclusiva del processo decisionale ancora in corso.

BIBLIOGRAFIA

- Baker, D.
2008 "The Benefits of a Financial Transaction Tax". Washington: Center for Economic and Policy Research, pp. 1-5.
- 2010 "Responses to Criticism of Taxes on Financial Speculation". Washington: Center for Economic and Policy Research, pp. 1-6.
- Belkaïd, A.
2010 "Le G20 face à la crise". *Le monde diplomatique*, 25 giugno 2010.
Disponibile all'indirizzo:
<http://www.monde-diplomatique.fr/carnet/2010-06-25-Le-G20-face-a-la-crise>
- Brondolo, J.D.
2011 "Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility". IMF Working Paper 11/185, Washington: International Monetary Fund, pp. 1-51.
- Campbell, J.Y, & Froot, K.A
1994 "International Experiences with Securities Transaction Taxes". J.A. Frankel (ed.), *The Internationalization of Equity Markets*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 277-308.
- Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE),
2012 *Parere del Comitato Economico e Sociale in merito alla proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE*. Gazzetta Ufficiale n. C 181 del 21 giugno 2012, pp. 0055-0063.
- Commissione Europea
2010a "Innovative Financing at a Global Level". Staff Working Document, SEC(2010)409 final, 1 Aprile 2010, pp. 1-59.

- 2010b *Proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.* COM(2010)484 definitivo, 15 settembre 2010, pp. 1-65.
- 2010c “Financial Sector Taxation”. Staff Working Document, SEC(2010)1166, 7 ottobre 2010, pp. 1-42.
- 2010d *La tassazione del settore finanziario: Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni,* COM(2010)549 definitivo, 7 ottobre 2010, pp. 1-9.
- 2010e *Revisione del bilancio dell’Unione Europea: Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni,* COM(2010) 700 definitivo, 19 ottobre 2010, pp. 1-33.
- 2010f “The EU Budget Review”. Staff Working Document, SEC(2010)7000 final, 19 ottobre 2010, pp. 1-36.
- 2011a *Proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune d’imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE.* COM(2011)594 definitivo, 28 settembre 2011, pp. 1-32
- 2011b “Impact Assessment, Accompanying the Document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction Tax and amending Directive 2008/7/EC”. Staff Working Document, SEC(2011)1102 final, vol.1, pp. 1-LXII.
- 2011c “Impact Assessment, Accompanying the Document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction Tax and amending Directive 2008/7/EC”. Staff Working Document, SEC(2011)1102 final, vol.9, pp. 1-16.
- 2011d “Impact Assessment, Accompanying the Document Proposal for a Council Directive on a common system of financial

- transaction Tax and amending Directive 2008/7/EC”. Staff Working Document, SEC(2011)1102 final, vol.12, pp. 1-42.
- 2011e “The “Residence Principle” and the Territoriality of the Tax”. Technical Fiche, pp. 1-4.
- 2011f “Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction Tax and amending Directive 2008/7/EC”. Staff Working Document, SEC(2011)1102 final, vol. 8, pp.1-27.
- 2013a *Proposta di direttiva del Consiglio che attua una cooperazione rafforzata nel settore dell'imposta sulle transazioni finanziarie.* COM(2013)71 final, 14 febbraio 2013, pp. 1-40.
- 2013b “Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax: Analysis of Policy Options and Impacts”. Staff Working Document, SWD(2013) 28 final, pp. 1-70.
- Consiglio Economia e Finanza (ECOFIN)
- 2012a 3153^a sessione del Consiglio Economia e Finanza [comunicato stampa], 13 marzo 2012, Bruxelles, pp. 1-16.
- 2012b 3178^a sessione del Consiglio Economia e Finanza [comunicato stampa], 22 giugno 2012, Lussemburgo, pp. 1-18.
- 2012c 3189^a sessione del Consiglio Economia e Finanza [comunicato stampa], 9 ottobre 2012, Lussemburgo, pp. 1-14.
- Consiglio Europeo
- 2009a *Conclusioni della Presidenza*, Bruxelles, 29-30 ottobre, Bruxelles, pp. 1-24.
- 2009b *Conclusioni del Consiglio Europeo*, Bruxelles, 10-11 dicembre, Bruxelles, pp. 1-19.
- 2010a *Conclusions of the European Council*, Bruxelles,

17 giugno, pp. 1-14.

- 2010b *Conclusioni del Consiglio Europeo*, Bruxelles, Bruxelles, 28-29 Ottobre, Bruxelles, pp. 1-5.
- Di Gaspare, G.
2011a “Introduzione allo studio dei mercati mobiliari”. *Amministrazione in Cammino*, ISSN: 2038-3711, pp.1-38.
- 2011b *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria - Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova: CEDAM, pp. XXXII-478.
- Dodd, R.
2003 “Lessons of the Tobin Tax Advocates: the Politics of Policy and The Economics of Market Micro-structure” in Weaver, J., Dodd, R. & Baker, J.(eds.), *Debating the Tobin Tax: New Rules for Global Finance*. Washington: New Rules for Global Finance Coalition, pp. 27-50.
- Englisch, J., Vella, J. & Yevgenyeva, A.
2012 “The Financial Transaction Tax Proposal Under the Enhanced Cooperation Procedure: Legal and Practical Considerations”. *British Tax Review*, pp. 223-259.
Disponibile all’indirizzo:
<http://ssrn.com/abstract=2284733>
- Foschini, M.
2008 *Il diritto del mercato finanziario*. Milano: Giuffrè editore, pp. 128-129
- G20
2009 *G20 Leaders Statement: the Pittsburgh Summit*, Pittsburgh, 24-25 settembre 2009. Disponibile all’indirizzo:
http://www.g20ys.org/upload/files/Pittsburgh_0.pdf
- 2010 *The G20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 giugno 2010. Disponibile all’indirizzo:
<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>
- 2011 *Allocution de Nicolas Sarkozy, président de la République*

de France. Réunion des ministres de Finance et des gouverneurs des banques centrale du G20, Parigi, 18 febbraio 2011.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.g20.utoronto.ca/2011/sarkozy-g20finance-110218.html>

Griffith-Jones, S. and Persaud, A.

2012 “Financial Transaction Taxes”. Relazione preparata per - e presentata a - la Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento Europeo, 6 febbraio 2012.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.stephanygj.net/papers/FTT.pdf>

Habermeier, K. & Kirilenko, A.A

2003 “Securities Transaction Taxes and Financial Markets”, in *IMF Staff Papers*, 50 (special issue), pp. 165-180.

Hemmelgarn, T. & Nicodeme, G.

2012 “Can Tax Policy Help to Prevent Financial Crisis?”, in Alworth, J.S. & Arachi, G. (eds), *Taxation and the Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press, pp. 116-147.

International Monetary Fund

2010a “A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector”. Final Report to the G20, giugno, pp. 1-74.

2010b *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G20*
A cura di S. Claessens, M. Keen, e C. Pazarbasioglu,
Washington: International Monetary Fund, pp. iii-191.

Kapoor, S.

2010 “Financial Transaction Taxes: Necessary, Feasible and Desirable”. Foundation for European Progressive Studies, pp. 1-33.

Keen M., Krelove R. & Norregaard J.

2010 “The Financial Activities Tax”, in International Monetary Fund, *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G20 and Background Material*. Washington: International Monetary Fund, pp. 118-143.

- Laeven, L. & Valencia, F.
 2012 “Systemic Banking Crises Database: An Update”. IMF Working Paper 12/163, Washington: International Monetary Fund, pp. 1-32.
- 2013 “Systemic Banking Crises Database”. *IMF Economic Review*, 61, pp. 225-270.
- Matheson, T.
 2011 “Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence”. IMF Working Paper 11/54, Washington: International Monetary Fund, pp. 1-48.
- McDonald J., & Johnson, S.
 2010 “Tax Policies to Improve the Stability of Financial Markets”, in Franco, D.(ed.), *Fiscal Policy: Lessons from the Crisis*, Perugia, 23-27 marzo 2010.
- Minoru H., & Hiroyuki, O.
 2011 “Turnover Tax, Transaction Cost and Stock Trading Volume Revisited: Investigation of the Japanese Case”. *Applied Financial Economics*, 21:24, pp. 1809-1817.
 Disponibile all’indirizzo:
<http://dx.doi.org/10.1080/09603107.2011.589802>
- Mishkin, F.S., Eakins, S.G. & Forestieri, G.
 2012 *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano: Pearson Education, pp. XXVII-652.
- Nier, E. W.
 2009 “Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis”. IMF Working Paper 09/70, Washington: International Monetary Fund, pp. 1-64.
- OECD
 2009 *Economic Outlook*, No.86, Volume 2009, Issue 2
- Palley, T.I.
 2003 “The Economic Case for the Tobin Tax”, Weaver, J., Dodd, R. & Baker, J.(eds.), *Debating the Tobin Tax: New Rules*

for Global Finance. Washington: New Rules for Global Finance Coalition, pp. 5-26.

Parlamento Europeo

- 2010a Processo verbale, 8 marzo 2010, CRE 08/03/2010-17.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=CRE
&reference=20100308&secondRef=ITEM-
017&language=IT](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=CRE&reference=20100308&secondRef=ITEM-017&language=IT)
- 2010b *Risoluzione sulla tassazione delle operazioni finanziarie e
una sua efficace applicazione*, P7_TA(2010)0056, 10 marzo
2010.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-
//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-
0056+0+DOC+XML+V0//IT](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0056+0+DOC+XML+V0//IT)
- 2011a Processo verbale, 7 marzo 2010, CRE 07/03/2011-17.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-
//EP//TEXT+PV+20110307+ITEM-
017+DOC+XML+V0//IT](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+PV+20110307+ITEM-017+DOC+XML+V0//IT)
- 2011b *Risoluzione su un finanziamento innovativo a livello
mondiale ed europeo* (Rapporteur Anni Podimata),
P7_TA(2011)0080, 8 Marzo 2011.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&
reference=P7-TA-2011-0080&language=IT&ring=A7-
2011-0036](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2011-0080&language=IT&ring=A7-2011-0036)
- 2011c Proposta di emendamento alla risoluzione del Parlamento
Europeo dell'8 marzo 2011.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-
//EP//NONSGML+AMD+A7-2011-0036+003-
003+DOC+PDF+V0//IT](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+AMD+A7-2011-0036+003-003+DOC+PDF+V0//IT)
- 2012a Processo verbale, 23 maggio 2012, CRE 23/05/2012-3.
Disponibile all'indirizzo:
[http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=CRE
&reference=20120523&secondRef=ITEM-
003&language=IT&ring=A7-2012-0154](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=CRE&reference=20120523&secondRef=ITEM-003&language=IT&ring=A7-2012-0154)
- 2012b *Risoluzione legislativa sulla proposta di direttiva del*

Consiglio concernente un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE, P7_TA(2012)0217, 23 maggio 2012.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0217&language=IT&ring=A7-2012-0154>

Perotti, E. & Suarez, J.

2009 "Liquidity Risk Charges as a Macroprudential Tool". *CEPR Policy Insight No.40*, pp. 1-5

Pollin, R., Baker D. & Schaberg, M.

2003 "Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets". *Eastern Economic Journal*, Vol. 29, No. 4, Fall 2003, pp. 527-558.

Pomeranets, A.

2012 "Financial Transaction Taxes: International Experiences, Issues and Feasibility". *Bank of Canada Review*, autumn 2012, pp. 3-13.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/11/boc-review-autumn12-pomeranets.pdf>

Pomeranets, A. & Weaver, D.G.

2011 "Security Transaction Taxes and Market Quality". Bank of Canada Working Paper No. 2011-26, pp. i-47.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/11/wp2011-26.pdf>

Richard, S.

2013 "La taxe européenne sur les transactions financières : Du principe à la mise en œuvre". Fondation Robert Schuman Policy Paper, *Question d'Europe*, no. 269, pp.1-5.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0269-la-taxe-europeenne-sur-les-transactions-financieres-du-principe-a-la-mise-en-oeuvre>

Schulmeister, S., Schratzenstaller, M. & Picek, O.

2008 "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects". Centro Austriaco di Ricerche Economiche (WIFO), pp.1-71.

- Schwert, G.W. & Seguin, P.J.
1993 “Securities Transactions Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions”. *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No.5, (settembre-ottobre 1993), pp. 27-35.
- Senato francese,
2012 “La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en œuvre”. Rapport d’information n° 259 (2012-2013) de Mme Fabienne Keller (sénateur) fait au nom de la commission des affaires européennes, 21 décembre 2012.
Disponibile all’indirizzo:
http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-259_mono.html
- Shaviro, D.
2012 “The Financial Transaction Tax versus (?) the Financial Activities Tax”. *New York University Law and Economic Working Papers*, Paper 292, pp. 1-34.
Disponibile all’indirizzo:
http://lsr.nellco.org/nyu_lewp/292/
- Tobin, J.
1996 “A Currency Transactions Tax, Why and How”. *Open economies review*, 7, pp. 493-499.
- Trade Union Advisory Committee to the OECD
2010 *The Parameters of a Financial Transaction Tax and the OECD Global Public Good Resource Gap 2010-2010*. Paris: TUAC Secretariat, pp. 1-21.
Disponibile all’indirizzo:
http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/06/7C/document_doc.phtml
- Vella, J., Fuest, C. & Schmidt-Eisenlohr, T.
2012 “The EU Commission’s Proposal for a Financial Transaction Tax”. *British Tax Review*, No. 6, 2011; Oxford Legal Studies Research Paper No. 14/2012 , pp. 607-621.
Disponibile all’indirizzo:
<http://ssrn.com/abstract=2026158>
- Wrobel, M.G.
1996a *Financial transactions taxes: the international experience and the lessons for Canada*. Ottawa: Research Branch, Library of Parliament, pp. 1-12.
Disponibile all’indirizzo:

<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/researchpublications/bp419-e.htm>

1996b

Financial Transactions Taxes: Pros, Cons, Design Issue and Revenue Estimates. Ottawa: Research Branch, Library of Parliament, pp. 1-26.

Disponibile all'indirizzo:

<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/researchpublications/bp418-e.htm>