



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI  
FEDERICO II**

**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA**

**DOTTORATO DI RICERCA IN ISTITUZIONI E  
POLITICHE AMBIENTALI, FINANZIARIE,  
PREVIDENZIALI E TRIBUTARIE  
XXVII° CICLO**

**TESI DI DOTTORATO**

***“L’IMPOSTA SULLE TRANSAZIONI  
FINANZIARIE”***

**Coordinatore**

**Prof. F. Amatucci**

**Candidata**

**Dott.ssa Gabriella Forte**

**Tutor**

**Prof. P. Pistone**

**A.A. 2014/2015**

## INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>5</b>
--------------------------	----------

### **CAPITOLO I**

#### **UN FRAMEWORK CONCETTUALE PER LA TASSAZIONE DEL SETTORE FINANZIARIO: LA TOBIN TAX**

1.1 La correzione dei “fallimenti” del mercato finanziario mediante lo strumento fiscale.....	10
1.2 La proposta di J. Tobin: il contesto storico ed economico .....	15
1.2.1 Controlli di capitale e controlli valutari .....	20
1.3 Caratteri sistematici dell’imposta .....	23
1.3.1 Presupposti e base imponibile .....	24
1.3.2 Soggetti, esenzioni ed esclusioni .....	28
1.3.3. Aliquote e stime alternative di gettito .....	31
1.4 L’amministrazione del tributo .....	33
1.5 Obbiettivi economici dell’imposta: fondamenti teorici .....	35
1.5.1 Effetti della <i>Tobin Tax</i> sulla speculazione destabilizzante .....	39
1.6 Obbiettivi sociali: possibili utilizzi del gettito ed effetti redistributivi .....	40
1.7 Aspetti problematici dell’imposta.....	44

### **CAPITOLO II**

#### **DALLA TOBIN TAX ALLA FINANCIAL TRANSACTION TAX: ESPERIENZE EUROPEE**

2.1 La riapertura del dibattito internazionale sulla regolamentazione fiscale del settore finanziario .....	47
---	----

2.2 Tipologie di imposte sul settore finanziario .....	49
2.3 Esperienze europee: il caso della Svezia .....	54
2.4 Esperienze europee: il caso del Regno Unito .....	56
2.5 Verso un progetto europeo: studi condotti dal FMI e dalla Commissione Europea.....	59

### **CAPITOLO III**

#### **ATTUALITA' E PROSPETTIVE DELLA FTT NELL'UNIONE EUROPEA**

3.1 Il percorso storico della Proposta di direttiva europea sulla FTT .....	66
3.2 Elementi essenziali del tributo .....	72
3.2.1 Presupposto e ambito applicativo .....	73
3.2.2 Territorialità dell'imposta .....	76
3.2.3 Esigibilità, base imponibile, aliquote e modalità di versamento .....	81
3.4 Riscossione e misure anti elusive .....	86
3.5 Problematiche relative ai contratti derivati .....	91
3.6 Possibili profili di incompatibilità con il diritto dell'Unione Europea .....	99
3.7 L'opposizione del Regno Unito al meccanismo della cooperazione rafforzata.....	104
3.8 La <i>Financial Activities Tax</i> come ipotesi alternativa alla FTT.....	111
3.9 L'introduzione della <i>Taxe sur le transactions financières</i> in Francia.....	118

### **CAPITOLO IV**

#### **L'IMPOSTA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE NELLA NORMATIVA NAZIONALE**

4.1 Trattati generali dell'imposta.....	124
4.2 L'imposizione sui trasferimenti di proprietà di azioni o altri strumenti finanziari partecipativi .....	129
4.2.1 Presupposto territoriale.....	135
4.2.2 La determinazione della base imponibile attraverso la regola del "netting".....	137
4.3. L'imposizione delle operazioni su strumenti finanziari derivati ed altri valori mobiliari .....	144

4.3.1	La verifica del criterio della prevalenza dell'elemento partecipativo.....	148
4.3.2	Operazioni su derivati rilevanti ai fini dell'applicazione dell'imposta.....	150
4.3.3	Soggetti passivi e valore dell'operazione .....	152
4.3.4	Il regolamento fisico del contratto derivato.....	154
4.4	L'imposizione sulle operazioni ad alta frequenza .....	156
4.5	La disciplina delle operazioni escluse ed esenti .....	159
4.5.1	Esclusioni .....	160
4.5.2	Esenzioni .....	166
4.6	Soggetti responsabili del versamento, obblighi strumentali e dichiarativi .....	169
4.6.1	Implicazioni internazionali delle disposizioni previste per gli intermediari esteri.....	176
4.7	Accertamento, riscossione, sanzioni e modalità di rimborso.....	179
4.8	Giustificazione dell'imposta in base ai principi costituzionali.....	181
	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>189</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>196</b>
	<b>DOCUMENTI UFFICIALI E PRASSI.....</b>	<b>208</b>

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di effettuare un'analisi ragionata sulla regolamentazione fiscale delle operazioni finanziarie. Le ragioni che ci inducono ad affrontare un simile tema sono da ricercarsi nella crescente rilevanza che l'ipotesi di una tassazione sulle transazioni finanziarie, nel corso degli ultimi anni, ha assunto soprattutto a livello europeo.

Difatti, le attuali linee guida della politica fiscale comunitaria e di quella nazionale appaiono fortemente legate alle conseguenze della crisi economico-finanziaria che dal 2008 minaccia la stabilità del mercato unico europeo e, da ultimo, la sopravvivenza stessa dell'unione monetaria. In questo contesto, lo strumento fiscale, inteso come strategia comune di lungo periodo e non solo come singola misura estemporanea per risanare i debiti sovrani può, infatti, svolgere un ruolo fondamentale e risolutivo della crisi europea.

Se in ambito europeo sembra ormai pienamente acquisita la consapevolezza di dover intervenire in maniera sistematica per potenziare il coordinamento fiscale tra i diversi Stati membri dell'Unione Europea e ridurre la competizione fiscale dannosa, l'instabilità dei mercati finanziari impone, tuttavia, ai singoli Stati l'esigenza non soltanto di potenziare la lotta all'evasione, ma anche di adottare misure fiscali in grado di aumentare il gettito erariale, nel breve periodo.

La necessità di generare nuove entrate rappresenta, tra l'altro, una delle direttrici della politica fiscale europea<sup>1</sup>: difatti, l'introduzione di nuove

---

<sup>1</sup> La risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 "Investire nel futuro: un nuovo quadro finanziario pluriennale (QFP) per un'Europa competitiva, sostenibile e inclusiva" (2010/2211(INI)), evidenzia come l'introduzione di un sistema di prelievi a carico degli istituti finanziari e sulle operazioni finanziarie dovrebbe contribuire ad abbattere i deficit pubblici, stimolare l'economia reale e sostenere le politiche sociali.

forme di imposizione dovrebbe rispondere, anche per ragioni di equità fiscale, all'idea di colpire le attività e i settori che hanno generato la crisi.

L'opportunità di introdurre un sistema di imposizione sulle attività finanziarie di matrice europea è stata presa in considerazione già nel 2010 dalla Commissione Europea che, oltre a delineare gli aspetti legali ed amministrativi di una imposta comune sulle transazioni finanziarie, ne ha valutato gli impatti sotto il profilo del potenziale di “*revenue raising*”, degli effetti sull'efficienza e la stabilità del mercato unico e sulla distribuzione della ricchezza.

Tuttavia, l'idea non è sicuramente nuova: già dal 1972 l'economista James Tobin propose questa ipotesi di imposizione, anche se il contesto in cui il premio nobel ipotizzava l'applicazione è diverso da quello attuale. Ancora oggi, però, ci si riferisce alla “*Tobin tax*” per intendere una tassazione sulle transazioni finanziarie, e proprio in ragione del suo scopo regolatorio, spesso si è estesa questa definizione a tutte le forme di tassazione imposte sui mercati finanziari.

Partendo, appunto, dall'analisi dell'imposta teorizzata da J. Tobin, nel primo capitolo, il tema viene affrontato da una prospettiva macroeconomica. Tradizionalmente la natura del tributo è descritta dalla sua funzione tipicamente fiscale di realizzare gli scopi finanziari dello Stato. Nel corso del tempo, però, si è progressivamente assistito ad una valorizzazione degli scopi extra fiscali del tributo la cui funzione non sarebbe esclusivamente la realizzazione dei fabbisogni finanziari dello Stato, ma la realizzazione di obiettivi di interesse pubblico o, più in generale, la realizzazione di un fine tutelato dall'ordinamento. In questa prospettiva, la legislazione fiscale viene considerata anche uno strumento legittimo di intervento pubblico nell'economia. Parallelamente, si è passati da un paradigma economico incentrato sul teorema dell'economia del benessere, in cui l'intervento pubblico viene considerato distorsivo, ad una teoria economica che riconosce e classifica i cd. “fallimenti di mercato” e

legittima l'intervento pubblico come mezzo per correggere le inefficienze prodotte dalla presenza di esternalità negative. In tale ottica, le varie forme di imposizione fiscale sulle transazioni finanziarie, dalla *Tobin tax* alla *Financial transaction tax*, si basano sull'idea che le negoziazioni di strumenti finanziari, in particolare quelle ad alta frequenza e con finalità speculative, costituiscano un'esternalità negativa che produce effetti deleteri sulla stabilità dei mercati e sull'economia reale, rappresentando quindi un costo per la collettività. Lo strumento fiscale rappresenta dunque un concreto meccanismo *market-based* per ripristinare l'efficienza nei casi in cui sono presenti esternalità negative e ottenere una riduzione del bene o attività socialmente dannosa.

Dopo aver analizzato la proposta originaria di Tobin, vengono descritte, nel secondo capitolo, le diverse tipologie di imposte sul settore finanziario, comparando due esperienze europee (Svezia e Regno Unito) e prendendo in considerazione, altresì, le proposte e gli studi condotti dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Commissione Europea in materia.

Nel terzo capitolo, l'analisi si concentra sulla proposta di Direttiva europea per l'introduzione della *Financial Transaction Tax* (FTT).

Nella prospettiva europea, le proposte di regolamentazione fiscale oltre a rispondere al requisito di "economicità" presentano anche il vantaggio di rispondere alle esigenze di gettito. Infatti, se da un lato la crisi finanziaria degli ultimi anni ha mostrato l'inadeguatezza della regolamentazione esistente nel cogliere la complessità della struttura finanziaria, al contempo ha senza dubbio offerto un'opportunità storica per un radicale ripensamento globale dell'approccio alla regolamentazione. In tal senso, la FTT oltre a perseguire obiettivi di risanamento economico e compartecipazione del settore finanziario ai costi della crisi, potrebbe rappresentare anche un primo passo verso una reale autonomia finanziaria dell'Unione europea che al contempo preservi la sovranità impositiva degli Stati nazionali.

La FTT così come strutturata nell'ultima proposta di Direttiva, tuttavia, presenta numerosi profili di debolezza riconducibili soprattutto alla delocalizzazione degli investimenti, alla riduzione della liquidità e delle dimensioni dei mercati finanziari, alle problematiche elusive, ai costi amministrativi e ad alcuni profili di incompatibilità con il diritto UE. Senza contare che il percorso europeo della proposta è segnato dalla dura opposizione di alcuni Paesi (in primis il Regno Unito) che ha costretto l'UE a dover ridimensionare l'estensione territoriale dell'imposta, ricorrendo al meccanismo della cooperazione rafforzata tra undici Stati Membri che, comunque, allo stato, non hanno raggiunto ancora un accordo. In un contesto di profonda incertezza ed *impasse* normativa, la *Financial Activities Tax* può esser ritenuta una valida alternativa alla FTT, anche in virtù della sua correlazione con il principio europeo del "chi inquina paga".

In Italia, invece, per esigenze di cassa, si sono anticipati i tempi e il prototipo di questa forma di tassazione è stato introdotto con la legge di stabilità per il 2013 (capitolo quarto). Il regime prescelto dall'Italia, oltre a presentare significative differenze con l'imposta europea, si ispira, pur sempre con talune varianti, alla *Taxe sur le transactions financières* istituita circa un anno prima in Francia e, per certi versi, presenta caratteristiche peculiari dell'abrogata imposta di bollo sui contratti di borsa limitata all'ambito azionario.

Nell'analizzare l'imposta italiana sulle transazioni finanziarie, non può sfuggire che questa si caratterizza per una evidente eterogeneità del presupposto, tanto che, sebbene formalmente si tratti di un regime impositivo unitario, nella sostanza esso si articola in tre distinti tributi. Tale circostanza non può che avere conseguenze sulla legittimità dell'imposta rispetto al principio di capacità contributiva e ai suoi corollari. Vero è, infatti, che proprio perché il settore finanziario esprime una forza economica intrinseca che manifesta una capacità contributiva maggiore rispetto a quella meramente reddituale, l'imposta è sicuramente



riconducibile ai principi di carattere generale di uguaglianza sostanziale, capacità contributiva, solidarietà e giustizia sociale. Ma il rispetto del principio di capacità contributiva implica anche che il tributo nel suo complesso risponda a un disegno razionale, che nel caso dell'imposta italiana risulta, *prima facie*, quantomeno incerto. Per questa ragione, la verifica della rispondenza dell'imposta sulle transazioni finanziarie, anche nella sua versione nazionale, rispetto al principio della capacità contributiva e, più in generale, rispetto ai principi costituzionali, viene qui condotta prendendo le mosse dal corretto inquadramento della finalità del tributo in parola ed, in particolare, sottolineandone lo scopo di natura essenzialmente extrafiscale.

In tale prospettiva, infatti, la valenza del principio della capacità contributiva va coniugata con la valutazione degli altri principi che regolano l'intervento dello Stato nell'economia, cosicché l'imposta sulle transazioni finanziarie può ben essere classificata tra quei tributi che, nel perseguire espressamente fini di politica economica, utilizzano la capacità contributiva come criterio predominante per la strutturazione e l'applicazione dell'imposta, ma il cui gravame addizionale, rappresentato dalla quota tributaria da pagare, è legittimato da un fine costituzionalmente legittimo.

## CAPITOLO I

### UN FRAMEWORK CONCETTUALE PER LA TASSAZIONE DEL SETTORE FINANZIARIO: LA TOBIN TAX

**SOMMARIO:** 1.1 La correzione dei “fallimenti” del mercato finanziario mediante lo strumento fiscale - 1.2 La proposta di J. Tobin: il contesto storico ed economico – 1.2.1 Controlli di capitale e controlli valutari – 1.3 Caratteri sistematici dell’imposta – 1.3.1 Presupposti e base imponibile – 1.3.2 Soggetti, esenzioni ed esclusioni – 1.3.3. Aliquote e stime alternative di gettito – 1.4 L’amministrazione del tributo – 1.5 Obiettivi economici dell’imposta: fondamenti teorici – 1.5.1 Effetti della *Tobin Tax* sulla speculazione destabilizzante – 1.6 Obiettivi sociali: possibili utilizzi del gettito ed effetti redistributivi – 1.7 Aspetti problematici dell’imposta

#### 1.1 LA CORREZIONE DEI “FALLIMENTI” DEL MERCATO FINANZIARIO MEDIANTE LO STRUMENTO FISCALE

Ormai da tempo la legislazione fiscale viene considerata, dal punto di vista giuridico, anche uno strumento legittimo di intervento pubblico nell’economia. Tradizionalmente, la natura del tributo è descritta dalla sua funzione tipicamente fiscale di realizzare gli scopi finanziari dello Stato. Secondo la nozione elaborata dalla dottrina, le imposte possono essere definite come “*prestazioni pecuniarie che un ente pubblico ha diritto di esigere in virtù della sua potestà di impero, originaria o derivata, nei casi, nella misura e nei modi stabili dalla legge, allo scopo di conseguire un’entrata*”<sup>2</sup>. Il tributo rappresenta, quindi, un prelievo di ricchezza obbligatoriamente imposto dallo Stato al fine di produrre il gettito necessario a finanziare le attività istituzionali. Le legislazioni fiscali sono

---

<sup>2</sup> Cfr. GIANNINI A. D., *Istituzioni di diritto tributario*, Milano, 1974.

chiamate ad individuare gli indicatori economici di ricchezza, i cosiddetti presupposti del tributo, che generano l'obbligo di contribuire alle spese pubbliche, secondo la personale capacità dei contribuenti. In tal senso, l'imposta, in quanto *obligatio ex lege* insistente su una manifestazione di capacità contributiva che riguarda il soggetto obbligato, non necessita di fini diversi da quelli del concorso dei consociati alle spese pubbliche.

Nel corso del tempo, si è progressivamente assistito ad una valorizzazione degli scopi extra fiscali del tributo<sup>3</sup>, la cui funzione non sarebbe esclusivamente la realizzazione dei fabbisogni finanziari dello Stato, ma la realizzazione di obiettivi di interesse pubblico o, più in generale, la realizzazione di un fine tutelato dall'ordinamento<sup>4</sup>. In quanto svincolati dal classico rapporto diretto e causale tra prelievo obbligatorio ed esigenze di gettito, questi tributi si definiscono tributi di scopo o con finalità extra fiscali. In tal senso, la fiscalità ambientale offre la più vasta esemplificazione di questa tipologia di imposizione nella quale si registra una marcata finalizzazione di tributi a svolgere una funzione di indirizzo e di coordinamento delle attività dei privati al fine di incentivare o disincentivare comportamenti (siano essi di produzione o di consumo) considerati dannosi per la collettività<sup>5</sup>. In definitiva, lo scopo perseguito in

---

<sup>3</sup> Per un'indagine approfondita della rilevanza assunta dagli scopi extra fiscali si vedano, tra gli altri, PUGLIESE M., *La finanza e i suoi compiti extra fiscali negli stati moderni*, Padova, 1932 e FICHERA F., *Imposizione ed extrafiscalità nel sistema costituzionale*, Napoli, 1972.

<sup>4</sup> Tale finalità ben si riassume nel pensiero di AMATUCCI A. quando afferma che "*Le interferenze negli equilibri tra forze economiche attraverso la legge tributaria devono considerarsi legittime. Il fatto che tale norma persegua principalmente un fine politico-economico non consente, per sé, di intenderla come un abuso del Diritto Costituzionale. La potestà tributaria dello Stato è uno strumento legittimo per promuovere lo sviluppo economico nel rispetto delle garanzie costituzionali dei valori. Il fine fiscale non deve costituire l'unico ed esclusivo obiettivo dell'imposta, ma può rappresentare un fine secondario. La potestà tributaria dello Stato si converte così in uno strumento legittimo di politica economica, essendo sufficiente che la riscossione di entrate costituisca uno degli altri fini. Per tanto, le imposte che perseguono fini extrafiscali entrano nel concetto dell'art. 3.1 AO*". Cfr. AMATUCCI A., *L'ordinamento giuridico della finanza pubblica*, Napoli, 2007, p. 71, nota 2.

<sup>5</sup> Non potendo indugiare, per i limiti del presente lavoro, sul tema della tassazione ambientale si rinvia a SELICATO P., *La tassazione ambientale: nuovi indici di ricchezza, razionalità del prelievo e principi dell'ordinamento comunitario*, in Riv. Dir. Trib. int., n. 2-3, 2004, p. 277 e ss.; VERRIGNI C., *La rilevanza del principio comunitario del "chi inquina paga" nei tributi ambientali*, in Rass. Trib, 5, 2003, p. 1614 e ss.; GALLO F. - MARCHETTI F., *La tassazione*

questi casi dall'imposizione è quello della regolamentazione dell'attività economica privata.

D'altronde, gli interventi pubblici sull'economia, intervenendo sugli equilibri dei mercati, possono rivelarsi distorsivi ed è per questo che generalmente, dal punto di vista economico, l'intervento pubblico è considerato non necessario. Il paradigma economico dominante è stato per lungo tempo centrato sul primo teorema dell'economia del benessere secondo il quale mercati perfettamente concorrenziali, date certe condizioni<sup>6</sup>, producono spontaneamente un'allocazione delle risorse "Paretoefficiente", cioè quell'allocazione ottimale (denominata di *first best*, l'ottimo degli ottimi) per cui non è possibile aumentare il benessere di un individuo senza peggiorare quello di un altro. Tutti i prezzi eguagliano i costi marginali e le utilità marginali, e di conseguenza riflettono la perfetta allocazione delle risorse, cioè la perfetta corrispondenza tra quantità domandate e quantità prodotte. In tale ottica, l'intervento pubblico non solo non è necessario, anzi è addirittura controproducente in quanto creerebbe distorsioni in quelle dinamiche dei mercati che garantiscono una efficiente autoregolazione.

La teoria economica riconosce, tuttavia, che esistono delle condizioni strutturali che impediscono ai mercati di autoregolarsi e di allocare le risorse in modo efficiente, giungendo ad una classificazione dei cd. "fallimenti di mercato" ovvero quelle situazioni in cui l'allocazione delle risorse è inefficiente e il sistema dei prezzi non riflette adeguatamente i costi o i benefici derivanti da una attività economica.

---

*ambientale*, in Rass. Trib., 1999, p. 115 e ss.; AMATUCCI F., *Le fondamenta costituzionali dell'imposizione ambientale*, Napoli, 1993.

<sup>6</sup> Il teorema dell'economia del benessere poggia sulle seguenti ipotesi: a) completezza dei mercati, per cui ogni agente è in grado di scambiare qualsiasi bene, sia direttamente sia indirettamente, con ogni altro agente; b) concorrenza perfetta, sia i produttori sia i consumatori sono *price takers*, non sono cioè in grado di influenzare con il loro comportamento l'andamento dei prezzi; c) assenza di asimmetrie informative tra gli agenti, per cui tutti gli agenti condividono lo stesso insieme di informazioni; d) assenza di esternalità, per cui ogni interazione tra gli agenti passa attraverso il sistema dei prezzi e quindi attraverso il mercato; e) assenza di beni pubblici, per cui sono considerati solo i beni privati e sono esclusi i beni caratterizzati da non rivalità e non escludibilità.

Ai fini della nostra ricerca, il fallimento di mercato da considerare è quello basato sulla presenza di esternalità negative, a causa delle quali il sistema dei prezzi non fornisce un segnale corretto riguardo al costo di un bene, producendo un'allocazione inefficiente del bene in questione<sup>7</sup>. Si pensi all'inquinamento ambientale: di solito i beni inquinanti sono quelli che producono danni sociali, tanto maggiori quanto maggiore è la quantità prodotta.

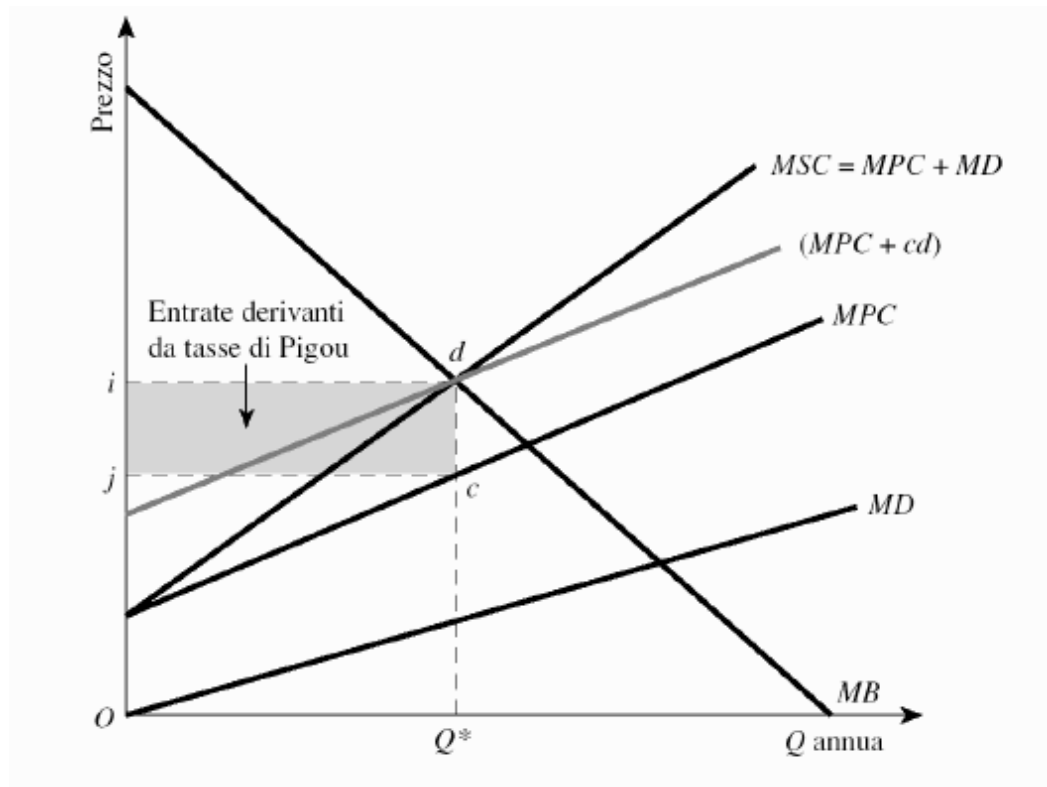
L'inquinamento ambientale, tuttavia, non è l'unico caso di fallimento di mercato dovuto a esternalità negative. Anche le crisi dei mercati finanziari sono molto spesso riconducibili alla presenza di esternalità negative, le cui inefficienze possono essere corrette, come nel caso ambientale, tramite lo strumento fiscale. Difatti, le varie forme di imposizione fiscale sulle transazioni finanziarie, dalla *Tobin tax* alla *Financial transaction tax*, si basano sull'idea che le negoziazioni di strumenti finanziari, in particolare quelle ad alta frequenza e con finalità speculative, costituiscano un'esternalità negativa che produce effetti negativi sulla stabilità dei mercati e sull'economia reale, rappresentando quindi un costo per la collettività. Al fine di indurre gli operatori sui mercati finanziari ad internalizzare i costi sociali, può essere introdotta un'imposta cd. pigouviana<sup>8</sup>. Introducendo una tassazione sulle transazioni finanziarie, il

---

<sup>7</sup> In particolare col termine esternalità si indica un costo esterno, non sostenuto in prima persona dal produttore o consumatore di un bene, il quale ne produrrà o consumerà una quantità maggiore di quella ottimale. L'esternalità è un costo esterno, in quanto sostenuto senza ricevere un corrispondente beneficio. Dal punto di vista sociale, la quantità eccessiva provoca giuste preoccupazioni, in quanto è la società a dover sostenere i costi derivanti dalla produzione e dal consumo del bene. Di conseguenza, quanto maggiore è la quantità, tanto maggiore sarà il costo esterno, o danno sociale.

<sup>8</sup> Il primo economista che si è occupato della ricerca di uno strumento volto a correggere le inefficienze derivanti da esternalità negative è l'economista britannico Pigou, che negli anni '30 ha individuato una soluzione "di mercato" volta a far pagare i costi sociali ai responsabili dell'esternalità. Tale soluzione consiste nell'applicazione, su ogni unità del bene che produce l'esternalità, di un'imposta calcolata in modo che il suo ammontare eguagli l'esternalità negativa, o danno marginale sociale. In questo modo, in conseguenza dell'imposta, poiché i costi sociali saranno sostenuti dai privati, si presume che la quantità del bene si riduca sino a raggiungere il livello di allocazione efficiente, ovvero il livello socialmente desiderabile. Il processo che induce, attraverso l'imposta, il produttore di esternalità, a considerare i costi sociali derivanti dalla propria produzione o consumo, si definisce internalizzazione dei costi.

soggetto dovrebbe valutare la quantità efficiente di attività alla luce del nuovo costo, ottenuto sommando il costo dell'operazione al contributo richiesto dallo Stato. Il ripristino dell'allocazione efficiente conseguente a tale processo di internalizzazione risulta più chiaro nell'illustrazione grafica.



Lo strumento fiscale rappresenta, dunque, un concreto meccanismo *market-based* per ripristinare l'efficienza nei casi in cui sono presenti esternalità negative ed ottenere una riduzione del bene o attività socialmente dannosa.

Tuttavia, come vedremo analizzando la proposta di Tobin, l'imposta non è in grado di selezionare direttamente la fonte dell'esternalità e, dunque, non costituisce un'imposta *pigouviana* in senso proprio, in quanto applicata su tutte le transazioni, anche quelle positive.

Per valutare l'efficacia di qualsiasi forma di tassazione sulle transazioni finanziarie, è necessario valutare in via preliminare se le crisi finanziarie possano essere verosimilmente legate alla presenza di un volume di transazioni eccessivo rispetto al livello ottimale, e se questo eccesso sia riconducibile per lo più alle transazioni speculative.

Passiamo, ora, a esaminare la proposta di Tobin, inserendola nel più vasto contesto culturale e politico che ha contribuito non solo a generarla, ma anche a conferirle una indubbia notorietà su scala mondiale.

## 1.2 LA PROPOSTA DI J. TOBIN: IL CONTESTO STORICO-ECONOMICO

Nel 1972 il futuro premio Nobel per l'economia James Tobin<sup>9</sup> avanzava, in una sua *Lecture* all'università di Princeton, la proposta di un'imposta internazionale sulle transazioni valutarie. Si trattava di un'*imposta* che non colpiva i *profitti finanziari* – dunque, non una “imposizione patrimoniale” – quanto, piuttosto, *le transazioni*. Essa andava calcolata sul valore del titolo, a prescindere dal fatto che l'operazione generasse un guadagno o una perdita.

Una proposta semplice nella sua articolazione e per così dire “etica” negli obiettivi (accrescere l'autonomia della politica monetaria, ridurre la probabilità di attacchi speculativi ed incoraggiare gli investimenti a lungo

---

<sup>9</sup> Tobin fu insignito del Nobel per l'economia nel 1981, per “*la sua analisi dei mercati finanziari e le loro relazioni con le decisioni di spesa, con l'occupazione, con la produzione e con i prezzi*”. Laureato presso l'Università dell'Illinois a Urbana-Champaign e alla Harvard University, dove poi iniziò la sua attività di docente, Tobin era membro dell'American Economic Association, di cui fu anche presidente (nel 1971), e dell'Econometrics Society (nel 1958). Ha avuto un ruolo di primo piano nella direzione dell'economia americana come consulente della Federal Reserve, la banca centrale statunitense. Pur non avendo mai ricoperto espliciti incarichi politici, Tobin fu anche consigliere economico di John F. Kennedy in qualità di componente del President's council of economic advisers (1961-62). A partire dal 1955, Tobin insegnò per anni come *Sterling Professor of Economics* alla *Yale University*, collezionando prestigiosi riconoscimenti e consulenze in commissioni del Congresso, agenzie governative, e varie fondazioni. Tra queste spicca quella di membro del *Board of Directors* dell'*Aetna Fund, Inc.* (dal 1969 al 1977), società controllata dalla *Aetna Capital Management, LLC* (“ACM”), un *hedge fund* specializzato nella costituzione e gestione di “portafogli multi-manager” e “fondi multi-strategy”. Per una panoramica più esaustiva del contesto accademico e del ruolo in esso svolto si veda TOBIN J., *The ET Interview: Professor James Tobin*, in *The Econometric Theory*, ROBERT J. SHILLER, in *Cowles Foundation Paper N. 1000 - Cowles Foundation for research in Economics Yale University, 1999, Cambridge University Press*, pp. 867-900.

termine), in grado di suscitare attenzione periodicamente, specie a seguito di crisi finanziarie internazionali, così come dimostra il rinnovato ed attualissimo interesse delle istituzioni europee.

Tuttavia, agli esordi la proposta non riscuoteva grande successo nell'ambito della comunità scientifica anzi, come lo stesso Tobin riconosce, affondava "come un sasso nello stagno"<sup>10</sup>: pubblicata nel 1974<sup>11</sup>, ripubblicata nel 1978 dall'*Eastern Economic Journal*<sup>12</sup>, venne ignorata dalla comunità scientifica e paventata dalle banche centrali<sup>13</sup>.

Il momento storico in cui si colloca la proposta di Tobin era quello della transizione dal regime delle parità fisse, ma aggiustabili – sancito nel 1944 a Bretton Woods – al regime dei cambi flessibili. Il passaggio da un sistema monetario internazionale *government-led* ad un sistema *market-led* aveva fatto registrare una maggiore variabilità dei cambi (con la possibilità per gli investitori di “scommettere” sugli incessanti movimenti delle valute), accompagnata da un'impressionante crescita del mercato dei cambi e una maggiore domanda di operazioni di copertura da parte dei partecipanti al mercato.

La tesi dell'efficienza dei mercati finanziari, che aveva guidato fino ad allora la loro deregolamentazione, andava via via indebolendosi in quanto l'andamento dell'economia mondiale non sembrava godere dei benefici sperati in seguito all'introduzione del sistema di cambi flessibili.

In effetti, la spinta verso la liberalizzazione economica, sostenuta dal Fondo Monetario Internazionale, aveva sì portato a movimenti di capitali più liberi, sia in entrata sia in uscita dai Paesi, ma viste le dimensioni assunte dai flussi finanziari, il libero afflusso di capitali si era tradotto anche

---

<sup>10</sup> Cfr. TOBIN J., *Prologue*, in *The Tobin Tax - Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAULE I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996, pp. ix-xviii.

<sup>11</sup> Cfr. TOBIN J., *The New Economics One Decade Older, The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Shumpeter*, 1972, Princeton, Princeton University Press.

<sup>12</sup> Cfr. TOBIN J., *A Proposal for International Monetary Reform*, in *Eastern Economic Journal*, 4(3-4), luglio-ottobre, 1978, pp. 153-159.

<sup>13</sup> La Bundesbank, per bocca di Otmar Issing, la definì addirittura il “mostro di Loch Ness”.



in una maggiore volatilità dei cambi, aumentando la preoccupazione per l'impatto dei flussi sulle economie e sui sistemi finanziari dei Paesi emergenti destinatari.

In particolare, dopo la crisi del 1987, le turbolenze valutarie che causarono l'uscita della lira italiana e della sterlina dallo Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1992 e la crisi valutaria in Messico nel 1994-95, si fece sempre più evidente la necessità di regolamentare i movimenti dei flussi di capitali e di riformare il sistema finanziario internazionale, intervenendo a livello sia dei Paesi emergenti che di quelli sviluppati.

Ed è in questo contesto che la ormai nota come *Tobin tax* divenne oggetto di discussione al meeting del G7 ad Halifax del 1995, senza tuttavia essere inserita nell'agenda ufficiale. Da qui però sarebbe sorta l'*Halifax Initiative*, che raggruppava tutte le associazioni non governative canadesi a sostegno della *Tobin Tax*<sup>14</sup>.

Ancora, nel 1996 un segno importante del rinnovato interesse per la *Tobin tax* venne dalla rivista della Conferenza delle Nazioni Unite per il Commercio e lo Sviluppo, per opera di David Felix<sup>15</sup>. Egli sottolineò come la globalizzazione internazionale avesse fatto ben poco per la redistribuzione delle risorse, attenuando i legami tra le transazioni valutarie e il commercio internazionale, dando origine a pressioni affaristiche per un protezionismo contro la concorrenza internazionale. Propose come rimedio, la *Tobin tax*, a dispetto di altre proposte avanzate dal FMI. Successivamente Rudiger Dornbush, giunse a proporre una variante della *Tobin tax*, nella forma di una imposta sulle transazioni valutarie oltrefrontiera<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Nel 1999, il Parlamento Canadese approvò una mozione per l'introduzione della *Tobin tax* attraverso la cooperazione internazionale: si tratta del primo concreto di un governo nazionale per l'introduzione della *Tobin tax*.

<sup>15</sup> Cfr. FELIX D., *Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for The Tobin Tax*, in *Discussion paper n° 108*, UNCTAD, Ginevra, 1995.

<sup>16</sup> Cfr. DORNBUSH R., *Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital Account Regimes*, in *Report to the Group of Twenty-Four*, UNCTAD, Ginevra, Settembre 1995.

Alle considerazioni sull'efficienza dei mercati, poi, se ne aggiunsero altre: le necessità di risorse per il finanziamento dello sviluppo, per la cooperazione internazionale in problemi come ambiente, povertà, pace, sicurezza, e riflessioni su democrazia, finanza e globalizzazione, che portarono tra l'altro alla creazione, nel giugno 1998, di un movimento anti globalizzazione l'*Association pour la Taxation des Transactions financières et pour l'Action Citoyenne* (ATTAC), una organizzazione per il sostegno della *Tobin tax* in aiuto dei cittadini, promossa nel 1997 da Ignacio Ramonet, redattore di *Le Monde diplomatique*, a favore di una *Tobin Tax* intesa come strumento di contrasto delle politiche neoliberiste<sup>17</sup>.

Le note crisi finanziarie del Sudest Asiatico nel 1997-98, in Russia nel 1998, in Brasile nel gennaio del 1999 e dell'Argentina nel 2001, acutizzarono la presenza di nessi di causalità tra gli squilibri macroeconomici strutturali (disavanzo della bilancia commerciale dei pagamenti, inflazione elevata, sopravvalutazione del tasso reale di cambio) e le determinanti finanziarie, tra cui le dinamiche monetarie e valutarie.

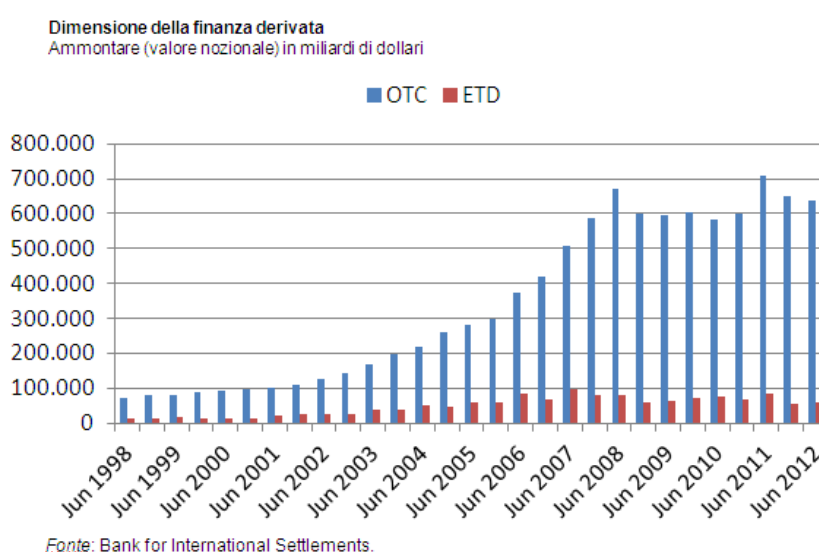
Nel corso degli ultimi decenni, inoltre, si sono sviluppate forme molto più complesse di transazioni finanziarie le cd. ***High frequency trading*** (letteralmente *scambi commerciali/transazioni ad alta frequenza*; di seguito solo HFT). Si tratta di una modalità di intervento sui mercati che si serve di sofisticati strumenti software, e a volte anche hardware, con i quali mettere in atto negoziazioni ad alta frequenza, guidate da algoritmi matematici, che agiscono su mercati di azioni, opzioni, obbligazioni, strumenti derivati, *commodities*. La durata di queste transazioni può essere brevissima, con posizioni di investimento che vengono tenute per periodi di tempo variabili,

---

<sup>17</sup> In un'intervista rilasciata a *Der Spiegel* nel settembre del 2001, Tobin lamentava che il plauso più forte alla sua proposta veniva dal movimento antiglobalizzazione (con il quale, peraltro, dichiarava di non voler avere nulla a che spartire), plauso che lui riteneva, invece, un apprezzamento proveniente "dalla parte sbagliata". Sul punto, si veda TOBIN J., *Abusano del mio nome-* DER SPIEGEL, 2 settembre 2001, disponibile sul sito <http://documentazione.altervista.org/tobin.htm>.

da poche ore fino a frazioni di secondo. Lo scopo di questo approccio è quello di lucrare su margini estremamente esigui, anche pochi centesimi. Per trasformare tali margini minimi in significativi guadagni, la strategia HFT deve necessariamente operare su grandi quantità di transazioni giornaliere.

Come si evince dalla tabella sottostante, le strategie HFT hanno raggiunto notevoli volumi, specie nei mercati non regolamentati (*Over the counter*):



tanto che, in alcuni mercati borsistici, si stima siano responsabili della maggior parte delle transazioni, con percentuali che giungono, in alcuni casi, a superare il 70% del totale.

La proliferazione di transazioni “improduttive” pone diversi problemi alla gestione dei mercati, sia di ordine tecnico sia di ordine perequativo, tanto che molti economisti sostengono che il massiccio uso di strategie HFT sia all’origine dell’estrema volatilità dei mercati e dei ripetuti episodi di instabilità che dal 2007 affliggono l’economia mondiale. Per questa serie di motivi sono allo studio proposte di intervento normativo o regolamentare, come la *Financial Transaction Tax* europea, per la correzione e la limitazione di tali effetti distorsivi.

### 1.2.1 CONTROLLI DI CAPITALE E CONTROLLI VALUTARI

Gli effetti controproducenti di un capitalismo senza freni erano già stati teorizzati da John Maynard Keynes nel 1936<sup>18</sup>. L'Autore, ponendosi in rottura radicale con il pensiero economico neoclassico, basato sulla *legge di Say*, rifiutava l'idea che il capitalismo fosse un sistema meccanico e che il mercato fosse in grado di auto-equilibrarsi. Anzi, a differenza della visione classica basata sul teorema delle "aspettative razionali", Keynes vedeva l'economia dominata dagli "spiriti animali" degli imprenditori che, per la natura stessa del mercato, non sono in grado di prevedere ogni singola conseguenza della loro azione e, pertanto, agiscono di istinto o basandosi su previsioni parziali e spesso fuorvianti. In questa prospettiva, Keynes segnala il rischio di un "*capitalismo d'azzardo*", in cui la speculazione, favorita dal perfezionamento organizzativo dei mercati, prende il sopravvento sulla "intraprendenza"<sup>19</sup>. Ecco che, allora, l'economia diventa preda di elementi di instabilità, connessi agli esercizi di previsione della "psicologia del mercato", con la conseguenza che allo scopo "sociale" si sostituisce lo scopo "privato"<sup>20</sup>.

Ed è proprio l'incertezza, le aspettative, la fiducia o la sfiducia in un futuro sostanzialmente in conoscibile, gli istinti (in particolare il desiderio di accumulare la moneta), a rendere il capitalismo, quando viene lasciato a se stesso, soggetto a squilibri gravi e imprevedibili.

---

<sup>18</sup> Cfr. KEYNES J.M., *The general Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936. trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, a cura di A. CAMPOLONGO, Torino, 1971, p. 295.

<sup>19</sup> Keynes afferma che quando la speculazione è un fenomeno di dimensioni accettabili – una sorta di bolla d'aria "in un flusso continuo di intraprendenza" – il tempo ha una funzione sociale, perché si espande nel futuro come durata, come misura del "rendimento prospettivo dei beni capitali". Quando è l'intraprendenza a diventare "la bolla d'aria in un vortice di speculazione", il tempo perde la sua funzione sociale, si contrae fino all'effimero, "rubando" la prospettiva del futuro". Così KEYNES J.M., *The general Theory*, op. cit., 1936, p. 299.

<sup>20</sup> Lo scopo privato è definito da Keynes "*to beat the gun*", cioè approfittare degli altri, passando "la moneta cattiva o svalutata". Cfr. KEYNES J.M., *The general Theory*, op. cit., 1936, p. 295.

Il fatto poi che in esso domini la moneta e quella pulsione irrazionale verso l'accumulazione del denaro in sé, piuttosto che del denaro come semplice mezzo per acquistare beni e servizi utili, comporta il suo allontanamento dai bisogni reali della società<sup>21</sup>. La disponibilità di ingenti masse di moneta liquida, non impiegata in investimenti a lungo termine, è la "materia prima" per le speculazioni finanziarie. L'incertezza sul futuro, così pesante durante una crisi, è ciò che induce gli attori dei mercati a speculare sul breve termine.

Come si avrà modo di ribadire nel prosieguo è proprio a Keynes che si deve l'idea di contenere la speculazione rendendo più costoso l'accesso ai mercati finanziari attraverso un'imposta sulle transazioni<sup>22</sup>. Idea successivamente trasferita da J. Tobin nei mercati valutari con l'intenzione di "gettare dei granelli di sabbia negli ingranaggi del sistema finanziario"<sup>23</sup> attraverso un'imposta uniforme a livello internazionale su tutte le conversioni a pronti di una valuta in un'altra, proporzionale all'entità della transazione.

A livello macroeconomico, i problemi connessi alla volatilità dei cambi e dei movimenti internazionali di capitali possono essere affrontati mediante lo strumento dei controlli. Si distingue in particolare tra controlli di capitale e controlli valutari. I primi sono costituiti da quelle

---

<sup>21</sup> "Il capitalismo non è intelligente, non è bello, non è giusto, non è virtuoso e non produce i beni necessari" così KEYNES J.M., *Autosufficienza nazionale*, in *Collected Writings* Vol. 11, 1933.

<sup>22</sup> "L'introduzione di una sostanziale tassa di trasferimento del governo su tutte le operazioni potrebbero rivelarsi la riforma più utile disponibile al fine di mitigare il predominio della speculazione negli Stati Uniti" così KEYNES J.M., *Teoria Generale*, *op. cit.*, 1971, cap. 12.

<sup>23</sup> *Le tasse sulle transazioni* – scriveva Tobin nel 1966 - *sono un modo, peraltro abbastanza innocuo, di gettare qualche granello di sabbia negli ingranaggi di questi veicoli finanziari iper-efficienti. Una tassa di un quarto di punto percentuale si traduce in un tasso annuale del 2% sulle transazioni valutarie cosiddette round trip a tre mesi nel mercato monetario, e incide ancora di più su transazioni che implicano orizzonti temporali più brevi. Questo effetto crea spazio per differenze nei tassi di interesse nazionali, consentendo alle politiche monetarie dei vari paesi di rispondere a esigenze macroeconomiche interne. La tassa costituirebbe un deterrente minore per transazioni valutarie round trip più lente: rappresenterebbe un fattore irrilevante nelle scelte di portafoglio a lungo termine, o negli investimenti diretti in altre economie; e sarebbe troppo esigua, relativamente ai costi di trasporto o commerciali ordinari, per avere un grande effetto sullo scambio di merci".* Cfr. TOBIN J., *A Currency Transaction Tax: why and How*, in *Open Economies Review*, 1996, p. 66; ID., *Why We Need Sand in the Market's Gears*, in *Washington Post*, 21 dicembre 1997.

disposizioni o imposte, che impediscono ai residenti e agli stranieri di acquistare o vendere liberamente attività e passività finanziarie. Tali controlli rappresentano degli ostacoli alle negoziazioni finanziarie internazionali, creando una “forbice” (*wedge*) artificiale tra i tassi reali di rendimento su alcuni tipi di attività (o su tutte) in un paese e quelli nel resto del mondo.

I controlli valutari, invece, limitano l’uso della valuta estera da parte dei residenti oppure della valuta nazionale da parte dei non residenti. I governi, offrendo o ritirando la valuta estera ad un prezzo diverso da quello di mercato, possono tassare o sussidiare qualsiasi transazione tra residenti e non residenti.

Le restrizioni alla mobilità dei capitali possono essere attuate mediante le imposte esplicite (come un’imposta sugli affari) ed altre misure ad esse equivalenti (ad esempio, una riserva obbligatoria non remunerata sui depositi e gli altri crediti dall’estero), che comportano un aumento dei costi delle transazioni finanziarie internazionali senza, comunque, porvi delle limitazioni, oppure mediante controlli di tipo quantitativo, nella forma di periodi minimi di scadenza, volumi minimi per le emissioni obbligazionarie, massimali dei tassi d’interesse sui capitali esteri o regolamentazione della loro partecipazione nei mercati azionari. Questi ultimi però, trattandosi di controlli amministrativi, oltre a richiedere un’estesa burocrazia, possono incentivare comportamenti elusivi ed interferiscono nel funzionamento del commercio internazionale.

I controlli sui movimenti di capitale vengono introdotti soprattutto a scopo “fiscale” e “prudenziale”. Il primo motivo, benché ovvio, è spesso il più importante, dato che tali controlli contribuiscono nella maggior parte dei casi, direttamente o indirettamente, ad incrementare o a mantenere le entrate dei governi; l’altro è invece connesso alla possibilità di ridurre la gravità e la frequenza delle crisi valutarie e finanziarie.

Nell'ambito dei controlli di capitale la *Tobin Tax* rappresenta l'esempio più semplice di imposta esplicita: si tratta infatti di un'imposta *ad valorem* di modesta entità sulle negoziazioni in cambi o sui prestiti bancari internazionali a breve termine. In un'intervista rilasciata a "Der Spiegel" nel settembre 2001, è lo stesso Tobin a sintetizzare la sua proposta: "*L'imposta sugli scambi internazionali doveva servire per diminuire le fluttuazioni dei tassi di cambio. L'idea è piuttosto semplice: ad ogni cambio da una valuta ad un'altra, si preleverebbe una piccola tassa, diciamo mezzo punto percentuale del montante. Quindi, si scoraggerebbero gli speculatori, perché molti investitori piazzano a brevissimo termine i loro soldi nelle valute. Se questi soldi vengono improvvisamente prelevati, i paesi devono alzare drasticamente i tassi di interesse in modo da mantenere attraente la valuta. Tuttavia, alti interessi sono spesso disastrosi per l'economia locale, come mostrato dalle crisi in Messico, del sudest Asiatico e della Russia negli anni novanta. La mia tassa ridarebbe alle banche di emissione dei paesi piccoli un margine di manovra e si opporrebbe abbastanza bene al dominio dei mercati finanziari*"<sup>24</sup>.

### **1.3 CARATTERI SISTEMATICI DELL'IMPOSTA**

Come si è detto, la *Tobin Tax* veniva considerata un approccio "morbido" al controllo dei mercati valutari rispetto ad altre misure di intervento più radicali e, soprattutto, rispetto alla paventata ipotesi di un ritorno a severe misure protezionistiche.

L'imposta nasceva con l'intento di colpire le transazioni speculative mediante l'applicazione di un'aliquota di modesta entità, così da avere un impatto minimo sugli investimenti di lungo periodo e da non ostacolare il commercio internazionale, visto che per importatori ed esportatori l'onere di una simile imposta era inferiore rispetto ai costi di trasporto e non

---

<sup>24</sup> Cfr. TOBIN J., *Abusano del mio nome*, op. cit., 2001.

superava quello dei contratti a termine per proteggersi dal rischio di cambio<sup>25</sup>.

In una prospettiva economica più ampia, la *Tobin Tax* presentava una serie di vantaggi:

- aumentare l'efficienza del mercato;
- essere compatibile con gli sforzi di coordinare le politiche nazionali a livello globale;
- essere compatibile sia in con un regime a cambi flessibili, sia con un regime a cambi fissi;
- configurarsi come un strumento di politica economica a disposizione di un organizzazione internazionale (FMI) per accrescere la stabilità finanziaria mondiale<sup>26</sup>.

Fatte tali premesse e prima di analizzare in maniera più approfondita le giustificazioni economiche, gli obiettivi e le problematiche connesse all'introduzione della *Tobin Tax*, sembra opportuno descrivere singolarmente gli elementi essenziali dell'imposta in parola.

### **1.3.1 PRESUPPOSTI E BASE IMPONIBILE**

La proposta originale di Tobin del 1978 prevedeva l'applicazione dell'imposta a tutte le operazioni in valuta a pronti, con esclusione quindi delle operazioni a termine e dei derivati. In tal senso, però, la definizione dei presupposti del tributo si intrecciava con i problemi dell'elusione dello stesso causata dalla sostituibilità tra strumenti finanziari. I mercati, infatti, sarebbero stati in grado di eludere l'imposta per sostituzione, ricorrendo proprio a strumenti finanziari derivati.

---

<sup>25</sup> Cfr. SPAHN P. B., *International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options*, in *IMF Working Paper*, WP/95/60, giugno 1995, p. 1; EICHENGREEN B. – WYPLOSZ C., *Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of International Monetary System*, in *The Tobin Tax*, op. cit., a cura di M. UL HAQ, I. KAUL E I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996, p. 25.

<sup>26</sup> Cfr. SPAHN P.B., *International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options*, in *IMF Working Paper*, WP/95/60, giugno 1995, p. 1-2.



A partire dalla proposta di Tobin, l'accresciuta volatilità dei cambi e, più in generale, la *deregulation* finanziaria, avevano favorito l'esplosione di questi strumenti per trasferire i rischi e sfruttare le opportunità di profitto offerte dalle fluttuazioni dei cambi e dei tassi d'interesse.

I mercati finanziari, come dimostrato dall'esperienza, hanno la capacità di sviluppare degli strumenti che sono degli stretti sostituti delle operazioni per contanti e che consentono di sfuggire alla tassazione. Pertanto, l'uso di strumenti a breve scadenza, simili alle accettazioni bancarie e ai titoli di credito negoziabili, era stata da più parti individuata come la risposta del mercato ad una *Tobin tax* limitata soltanto alle operazioni a pronti.

La base imponibile dell'imposta, quindi, doveva essere costituita da tutti i trasferimenti internazionali di capitale. In altre parole, doveva riguardare tutte le transazioni di strumenti finanziari denominati in un'altra valuta (moneta, titoli, azioni) e tutti i pagamenti in valuta per merci, servizi, attività reali venduti da residenti in un'altra area monetaria<sup>27</sup>.

Era, inoltre, necessario strutturare le discipline fiscali in modo tale da definire una base imponibile in termini ampi e prevenire la creazione di strumenti del mercato monetario finalizzati esclusivamente ad eludere il sistema fiscale.

D'altro canto una definizione "onnicomprendente" della base imponibile poneva numerosi problemi applicativi riferibili soprattutto agli strumenti derivati. E' vero, infatti, che i derivati finanziari possono essere utilizzati per trasformare un'operazione a lungo termine in un'operazione a breve, ma è altrettanto vero che l'entità delle operazioni a breve non può essere correlata alle sottostanti operazioni a lungo termine in modo lineare e diretto. Sul punto, è opportuno evidenziare la posizione espressa da Kenen. In particolare:

---

<sup>27</sup> A tal proposito, Tobin riteneva altrettanto valida la possibilità di formare aree monetarie in cui non applicare l'imposta, come il Sistema Monetario Europeo. Cfr. TOBIN J., *A Proposal*, op. cit., 1978, p. 159.

- le operazioni a termine dovevano essere comprese nella base imponibile, in quanto un'imposta sulle operazioni in valuta a pronti poteva essere facilmente evitata usando per l'appunto un contratto a termine a brevissima scadenza;
- gli *swap* valutari in quanto strumenti finanziari utilizzati soprattutto dalle banche per operazioni d'arbitraggio coperto su tassi d'interesse e per gestire le posizioni in valuta estera, andavano tassati come una singola transazione e cioè una volta soltanto. Difatti, il volume delle transazioni in *swap* è estremamente sensibile a piccoli aumenti dei costi e la doppia imposizione avrebbe potuto ridurre di molto il gettito d'imposta.
- i contratti *futures*, essendo l'equivalente di un acquisto e una vendita, dovevano essere tassati sia al momento della loro conclusione, sia al momento dell'esecuzione; l'imposta (con un'aliquota standard di 5 punti base, come proposto da Kenen) andava applicata al valore figurativo del contratto e riscossa dalla borsa *futures* in cui il contratto veniva scambiato.

Sulla tassabilità delle opzioni, invece, vi erano opinioni discordanti. Tendenzialmente, poiché è possibile che non vengano mai esercitate, non dovevano essere tassate sul proprio valore figurativo alla stessa aliquota proposta per i *futures*. D'altronde, non tassare le opzioni, in caso di richiesta di effettiva consegna delle valute, avrebbe determinato lo "spiazzamento" dei contratti a termine e dei *futures*, con ripercussioni negative sulla base imponibile.

La previsione di un regime specifico per le operazioni in derivati ed in particolare l'applicazione di aliquote ridotte al valore nominale dei derivati non era, tuttavia, considerata opportuna, in quanto poteva dar luogo ad un

sistema selettivo arbitrario, complesso da gestire e tutt'altro che imparziale<sup>28</sup>.

Piuttosto, la decisione di tassare o meno *futures* e opzioni doveva ancorarsi alla finalità perseguita mediante l'imposizione. Se lo scopo principale dell'imposta fosse stato individuato nell'ottenimento di un maggior gettito fiscale la tassazione di *futures* e opzioni che non prevedevano l'effettiva consegna della valuta non sembrava necessaria<sup>29</sup>.

Meglio ancora, la scelta avrebbe dovuto rispecchiare la composizione del mercato. Se, infatti, il mercato fosse stato dominato dagli *hedger*, l'esenzione dei *futures* e delle opzioni non avrebbe ridotto di molto il volume complessivo delle transazioni a pronti e di quelle a termine e l'impatto negativo sulla base imponibile sarebbe stato contenuto<sup>30</sup>. Invece, se il mercato fosse stato dominato dagli speculatori, l'effetto negativo sulla base imponibile sarebbe stato abbastanza pronunciato<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Così SPAHN P.B., *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, in *Finance & Development*, giugno 1996, p. 24 e ss.

<sup>29</sup> Cfr. KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions*, in *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAUL, I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996, p. 118. Sul punto, si veda anche GRIFFITH JONES S., *Institutional Arrangements for a Tax on International Currency Transactions*, in *The Tobin Tax*, UL HAQ M. e altri (a cura di), op. cit., pp. 143-161. L'Autore riporta l'esperienza britannica della *UK stamp duty tax*, un tributo sulle transazioni finanziarie, che non viene imposta su *futures e options*, mentre l'esercizio di un'opzione è soggetto a tassazione perché considerato alla stregua di un'acquisto di azioni. Nel Regno Unito, la non imposizione su *futures e options* non ha causato un aumento dell'uso di questi strumenti: anche questo può essere una indicazione utile per decidere se tassarli o no.

<sup>30</sup> Se un'impresa ha bisogno di una certa quantità di una divisa estera a breve scadenza (per esempio, tre mesi), sia acquistandola sul mercato a termine che ricorrendo ad un contratto *futures* o ad un'opzione *call* potrebbe proteggersi dal rischio di un'eventuale apprezzamento della valuta; tuttavia, mentre nel primo caso l'impresa ottiene la valuta estera proprio quando le occorre, nel secondo ciò può effettivamente non avvenire e l'impresa può essere costretta ad acquistarla direttamente sul mercato a pronti. Se i contratti a termine, i *futures* e le opzioni fossero tassati tutti in pari misura (o non fossero tassati affatto), l'impresa sceglierebbe di ricorrere ai primi; invece, se fossero tassate soltanto le transazioni a termine, l'impresa si rivolgerebbe ai *futures* e alle opzioni *call* (con la diminuzione del volume degli scambi sul mercato a termine), vedendosi poi costretta ad acquistare la valuta estera sul mercato a pronti (aumentandone il volume degli scambi) nel momento in cui ne ha bisogno. La tassazione dei contratti a termine, esentando i *futures* e le opzioni, non avrebbe ripercussioni sulla base imponibile complessiva: ci sarebbe un calo del volume delle transazioni a termine, compensato da un aumento di quelle a pronti. Cfr. KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions*, op. cit., 1996, p. 118.

<sup>31</sup> Se un'impresa vuole speculare sull'apprezzamento atteso di una valuta di cui effettivamente non ha bisogno, allora determinerà un calo netto delle operazioni tassabili sostituendo i contratti a

Infine, altri Autori<sup>32</sup>, avevano sottolineato la necessità di sottoporre a tassazione anche gli *swaps* tra titoli di stato in valute differenti, spingendosi, in alcuni casi, a sostenere la tassazione di tutti gli scambi nei mercati di titoli, derivati, crediti<sup>33</sup>, oltre che l'applicazione di un incremento punitivo dell'imposta qualora una delle parti coinvolte fosse stata residente in un Paradiso Fiscale<sup>34</sup>.

In ogni caso, la definizione di transazioni internazionali da includere nella base imponibile si era estesa ben oltre quanto originariamente ipotizzato da Tobin per il quale, invece, la definizione di transazioni internazionali da assoggettare all'imposta non avrebbe dovuto comunque eccedere quanto strettamente necessario per conseguire lo scopo principale ovvero quello di ridurre la volatilità dei mercati<sup>35</sup>.

### **1.3.2 SOGGETTI, ESENZIONI ED ESCLUSIONI**

Partendo dall'assunto che la base imponibile di un'imposta sulle transazioni finanziarie dovesse essere più ampia possibile per limitare l'elusione fiscale e le distorsioni dei mercati finanziari, la *Tobin Tax* doveva seguire il principio di universalità, applicandosi alle transazioni poste in essere da qualunque tipo di operatore, pubblico o privato, senza riguardo alla nazionalità. Difatti, le possibilità di sostituzione tra prodotti finanziari sono illimitate e i mercati finanziari sono particolarmente dotati di capacità innovativa da sfruttare le scappatoie fiscali, convogliando le operazioni sulle istituzioni non soggette a tassazione o creando nuovi strumenti finanziari *tax free*.

---

termine, qualora vengano sottoposti a tassazione, con i *futures* e le opzioni. Cfr. KENEN P.B. , *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions* ,op. cit., 1996,pp. 118, 125

<sup>32</sup> Cfr. GARBER P. M. – TAYLOR M., *Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical Note*", *The Economic Journal*, 105, gennaio 1995, pp. 173-180.

<sup>33</sup> Cfr. GARBER P.M., *Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchange Transactions*", in *The Tobin Tax*, a cura di Ul Haq e altri, op. cit., 1996, pp. 129- 143.

<sup>34</sup> Cfr. KENEN P. B., *The Feasibility of Taxing*, op.cit. p. 119.

<sup>35</sup> Cfr. TOBIN J., *Prologue*, in *The Tobin Tax*, a cura di Ul. Haq e altri, op. cit. , 1996, pp. ix-xviii.

Procedendo in questa prospettiva, tutte le transazioni in valuta dovevano essere tassate a prescindere dal tipo di operazioni normalmente intraprese da un operatore, applicando l'imposta anche alle transazioni in valuta effettuate da istituzioni finanziarie, governi e organizzazioni internazionali, produttori di beni e servizi, imprese commerciali e nuclei familiari, senza esenzioni personali o basate sulla nazionalità degli operatori.

Tuttavia, è semplice comprendere che ragioni politiche e di opportunità avrebbero probabilmente condotto a concedere esenzioni nei confronti di alcuni gruppi di operatori.

Innanzitutto, per garantire l'efficacia delle politiche monetarie volte a stabilizzare i tassi di cambio si dovevano ragionevolmente esentare gli interventi effettuati sui mercati valutari dalle autorità monetarie per ciò che concerne le proprie monete. In secondo luogo, non dovevano essere soggetti all'imposizione i cd. *market maker* che svolgono un'importante funzione pubblica, fissando i prezzi e stabilizzando regolarmente i mercati dei cambi (in particolare, per quanto riguarda il volume di scambi infragiornalieri). Più in generale, tutti gli operatori primari, non rappresentando dei *noise trader*, dovevano essere esentati dal pagamento della *Tobin tax*. Peraltro, è altrettanto vero che molte transazioni degli intermediari finanziari servono a garantire la liquidità del settore bancario nel complesso e, perciò, non dovevano essere soggette a tassazione: le istituzioni finanziarie svolgono una normale attività non speculativa anche quando le operazioni sono finalizzate alla copertura delle proprie posizioni in valuta estera, o all'acquisto di una valuta per far fronte alle obbligazioni che derivano dall'esercizio di un'opzione<sup>36</sup>.

Appare, quindi, evidente che la maggior parte delle transazioni tra istituzioni finanziarie avendo carattere "intermediario" in senso stretto, sarebbero state escluse dalla *Tobin tax*.

---

<sup>36</sup>Cfr. SPAHN P.B., *International Financial Flows and Transaction Taxes*, op. cit., 1995, p. 19-20.

Alcuni Autori, tuttavia, hanno evidenziato le difficoltà di distinguere, su base istituzionale, le operazioni speculative dalle operazioni che tendono a garantire la stabilità del mercato (*noise trading*): in tal senso, esentare gli operatori primari e le istituzioni finanziarie poteva favorire le transazioni *tax-free* effettuate da parte e attraverso questi intermediari<sup>37</sup>, senza considerare che l'applicazione di un'aliquota minima dell'imposta (come quella suggerita da Kenen pari a 5 punti base), avrebbe prodotto degli effetti negativi del tutto marginali<sup>38</sup>.

Sotto il profilo delle esenzioni e delle esclusioni dalla base imponibile, dall'imposta si ipotizzava di esentare anche le conversioni di una valuta-veicolo nelle monete nazionali emesse da un *currency board*, e quelle soggette ad accordi bilaterali di sostegno valutario.

A tal riguardo, si era ipotizzato di sollevare i Paesi emergenti dall'obbligo di tassare le transazioni nei propri mercati o, in misura più limitata, di esentare le operazioni che riguardano le loro valute<sup>39</sup>, giustificando questo tipo di esenzione con la necessità di proteggere l'industria nascente<sup>40</sup>.

In realtà, esisteva anche un problema di doppia imposizione che riguardava, non solo i mercati dei Paesi emergenti, bensì i mercati di tutti quei Paesi costretti ad utilizzare una valuta-veicolo per realizzare i propri

---

<sup>37</sup>Cfr. SPAHN P.B., *International Financial Flows and Transaction Taxes*, op. cit., 1995, p. 20.

<sup>38</sup>Cfr. GRIFFITH JONES S., *Institutional Arrangements for a Tax*, in *The Tobin Tax*, op. cit., 1996, p. 156. Si veda in tal senso anche Michalos secondo il quale, "visto che sia gli intermediari, sia gli investitori si aspettano un guadagno dalle operazioni che compiono, entrambi dovrebbero venire tassati. Inoltre, ipotesi di elusione consigliano di tassare anche questi soggetti, considerando che a basse aliquote non ci dovrebbero essere grosse ripercussioni su di loro". Cfr. MICHALOS A.C., *Un'imposta giusta: la Tobin tax*, Torino, 1999.

<sup>39</sup> Un'esenzione più ampia per tutte le transazioni avrebbe permesso ai Paesi in via di sviluppo di diventare dei "paradisi fiscali", restringendo la base imponibile globale.

<sup>40</sup> In realtà, se il motivo più evidente per accordare tale esenzione è quello che riguarda la costituzione dei mercati emergenti: trattandosi di mercati "sottili" l'applicazione della *Tobin tax* avrebbe causato un aumento dei già ampi differenziali denaro-lettera. In tal senso, si veda KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing*, op. cit., 1996, p. 115-116. Sul punto, Tobin suggeriva, invece, di applicare l'imposta anche nei mercati dei Paesi in via di sviluppo, lasciando ad essi il gettito derivante dall'imposta. Cfr. TOBIN J., *Prologue*, op. cit., 1996, p.xvii.

scambi<sup>41</sup>. La doppia tassazione si poteva evitare solo esentando tutte le vendite oppure tutti gli acquisti di valute negoziate attraverso una valuta-veicolo.

Tuttavia, una simile soluzione non contemplava il fatto che i cambi sono strumentali non solo a necessità indotte da una transazione valutaria (quindi non solo per acquistare una terza valuta), ma anche all'importazione di merci. Per tali ragioni, un'esenzione per le valute dei paesi emergenti sarebbe risultata troppo ampia, ma non lo sarebbe stata abbastanza da soddisfare le richieste di valuta-veicolo dei paesi industrializzati. In tal senso, una soluzione di compromesso sarebbe stata quella di esentare tutte le transazioni nelle valute dei paesi emergenti, lasciando che la doppia imposizione incoraggiasse gli scambi diretti bilaterali in tutte le più importanti coppie di valute dei paesi industrializzati.<sup>42</sup>

### 1.3.3 ALIQUOTE E STIME ALTERNATIVE DI GETTITO

L'ondata di interesse per la *Tobin tax* diede origine a due gruppi distinti di stime dell'aliquota e del gettito fiscale, ognuno dei quali attribuiva all'imposta una diversa funzione primaria. Se l'imposta era concepita semplicemente quale fonte di finanziamento per conseguire degli obiettivi internazionali, le stime non si prefiggevano come traguardo che un modesto gettito d'imposta e, perciò, operavano con aliquote d'imposta molto basse.<sup>43</sup>

L'altro gruppo concentrava la propria attenzione sulla principale finalità della proposta di Tobin ovvero quella di rallentare la velocità di reazione di mercati finanziari globalizzati, in modo da ridurre la volatilità dei cambi e lasciare una maggiore libertà ai governi nell'attuazione di politiche

---

<sup>41</sup> A titolo esemplificativo, per cambiare pesos messicani in rupie indiane, i pesos andranno prima cambiati in dollari e successivamente i dollari verranno convertiti in rupie. In questo caso, il dollaro costituisce la valuta-veicolo.

<sup>42</sup> Cfr. KENEN P. B., *The Feasibility of Taxing*, op. cit., 1996, p. 116.

<sup>43</sup> Cfr. FELIX D., SAU R., *On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax*, in *The Tobin Tax*, a cura di Ul Haq e altri, op. cit., 1996, p. 223.

monetarie e fiscali anticicliche. L'aliquota richiesta a tale scopo doveva essere abbastanza elevata da ridurre significativamente le negoziazioni in cambi a breve termine e, in particolare, il suo livello dipendeva dalla reattività del volume degli scambi valutari all'imposta.

In ogni caso, le stime dell'ammontare potenziale del gettito fiscale della Tobin tax dovevano necessariamente considerare il cd. effetto Laffer cioè la circostanza per cui maggiore è l'aliquota d'imposta, più la base imponibile si restringe<sup>44</sup>.

Una delle tecniche di stima più attendibili era quella adottata da Felix e Sau il cui modello si basava sul presupposto che in presenza di agenti economici avversi al rischio, gli agenti allungano l'orizzonte temporale dei propri investimenti solo quando il rendimento atteso cresce più del rischio. Pertanto, una *Tobin tax* che si aggiungesse ai costi di transazione delle operazioni sia a basso, sia ad alto profilo rischio/rendimento, avrebbe dovuto ridurre maggiormente la redditività dei *round-trip* valutari a breve termine, oltre a contrarre il volume degli scambi, modificandone la composizione a favore dei *round-trip* a più lunga scadenza.

Felix e Sau calcolarono il gettito d'imposta di una *Tobin tax* con un'aliquota dello 0,25 per cento introdotta gradualmente nell'arco di quattro anni (lo 0,1 per cento nel primo anno, lo 0,05 per cento nei tre anni successivi), tenendo conto della riduzione indotta nel volume di scambi e partendo da diversi livelli iniziali dei costi di transazione (0,5 e 1 per cento)<sup>45</sup>. Con i volumi dell'epoca, il modello dimostrava che il gettito

---

<sup>44</sup>Per quanto siano estremamente difficili da quantificare, non si può prescindere dalle reazioni del mercato. I mercati, infatti, avrebbero potuto eludere del tutto l'imposta operando esclusivamente attraverso valute-veicolo (considerando il diverso impatto della Tobin tax sulle valute-veicolo e quelle non veicolo); ovvero ridurre la frequenza delle operazioni ricorrendo alla compensazione (per di più, facilitata dalle moderne tecnologie), o ancora costituire dei "blocchi" monetari sull'esempio dell'Unione Monetaria Europea.

<sup>45</sup> Dalla base imponibile globale di 220 mila miliardi di dollari nel 1992, si è dedotto un 10 per cento costituito dagli interventi ufficiali sui mercati dei cambi, presumibilmente non soggetti a tassazione, e un altro 25 per cento riconducibile all'elusione fiscale, lasciando una base imponibile effettiva di 144 mila miliardi. Una *Tobin tax* dello 0,25 per cento, applicata al volume di scambi del 1992, avrebbe prodotto un gettito di circa 267 miliardi di dollari ipotizzando costi di



fiscale era solo moderatamente sensibile a valori alternativi dei costi di transazioni iniziali, in quanto la *Tobin tax* che andava ad aggiungersi in maniera uniforme sia a bassi, sia ad alti costi di transazione iniziali, restringeva la loro differenza percentuale. Al contrario, un'aliquota molto superiore allo 0,25 per cento risultava destabilizzante perché riduceva il volume degli scambi in modo drastico<sup>46</sup>.

Il metodo di stima proposto da Frankel, invece, prevedeva una *Tobin tax* dello 0,1 per cento paventando il fatto che maggiori valori dell'aliquota potevano portare a cambiamenti strutturali del mercato<sup>47</sup>.

Comunque, sia Frankel, sia Felix e Sau sconsigliavano l'adozione di un'aliquota d'imposta dello 0,5 per cento (o, addirittura più elevata), ritenendola foriera di riduzioni nel volume delle negoziazioni valutarie tali da non riuscire a contenere la volatilità dei cambi.

Sono state, infine, ipotizzate anche aliquote più basse al fine di arginare la convenienza ad eludere l'imposta attraverso riallocazioni finanziarie in mercati o prodotti finanziari: Kenen sosteneva un'aliquota dello 0.05%<sup>48</sup>

---

transazione iniziali dell'1 per cento, 205 miliardi ipotizzando costi di transazione iniziali dello 0,5 per cento.

<sup>46</sup> Felix e Sau hanno anche sviluppato il proprio modello per stimare gli effetti di una *Tobin tax* con un'aliquota dello 0,1 e dello 0,05 per cento, senza prevedere l'introduzione graduale dell'imposta. Naturalmente, con aliquote più basse le entrate fiscali diminuiscono sia a livello globale, sia per ogni paese che ha aderito allo schema, ma, comunque, in misura inferiore al calo dell'aliquota. Dato che una *Tobin tax* più bassa ha una capacità più limitata di scoraggiare i *round-trip* associati all'arbitraggio incrociato su cambi e alla speculazione scoperta, le entrate fiscali dei maggiori centri finanziari *offshore* sarebbero diminuite meno della media complessiva e, forse, ciò li renderebbe più disponibili a ripartire il gettito con altri paesi. Cfr. FELIX D., SAU R., *On the Revenue*, in *The Tobin Tax*, a cura di Ul. Haq e altri, op. cit., 1996, p. 239-240.

<sup>47</sup> Il suo modello si serve del rapporto tra il volume degli scambi tra *dealer* e quello delle transazioni tra *dealer* e clienti finanziari e non, che è passato da 3,3 nel 1992 a 3 nel 1995. Frankel riteneva che un'aliquota dello 0,1 per cento ridurrebbe innanzitutto le negoziazioni *dealer*-clienti finanziari, per poi ripercuotersi negativamente su quelle tra *dealer*. Applicata al volume complessivo di scambi del 1995, una *Tobin tax* dello 0,1 per cento potrebbe ridurlo del 45 per cento e raccogliere entrate fiscali per 176 miliardi di dollari. Cfr. FRANKEL J., *How Well Do Markets Work: Might A Tobin Tax Help?*, in *The Tobin Tax*, a cura di Ul. Haq e altri, op. cit., 1996, pp. 65-66.

<sup>48</sup> Cfr. KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions*, in *The Tobin Tax*, op. cit., 1996, pp. 109-129.

mentre Walker, proponeva un'aliquota dello 0.003 per la sola raccolta di fondi da utilizzare per scopi internazionali<sup>49</sup>.

#### 1.4 L'AMMINISTRAZIONE DEL TRIBUTO

La gestione di una forma di prelievo a vocazione internazionale non può avere carattere esclusivamente domestico in quanto è di fondamentale importanza garantire l'uniformità della disciplina dell'imposta. Con riferimento all'introduzione e alla successiva amministrazione del tributo, furono avanzate due ipotesi: la ratifica di una convenzione fiscale internazionale *ad hoc* da parte degli Stati ovvero l'introduzione da parte di un organismo internazionale con funzione amministrative.

Nel primo caso, gli Stati firmatari della convenzione sarebbero stati i soggetti incaricati dell'attuazione dell'imposta e dell'allocazione del relativo gettito. Nel secondo caso, ferma restando la necessaria collaborazione delle amministrazioni statali, sarebbe stato necessario costituire un'amministrazione centralizzata presso l'organismo internazionale, titolare di funzioni di indirizzo sulla destinazione del gettito, affrontando in via preliminare la scelta dell'ente nel novero degli organismi già esistenti o della costituzione di un soggetto *ad hoc*.

Ora, se da un lato la prima soluzione consentiva di realizzare un'economia di strutture giuridiche, dall'altro, riguardando l'allocazione di risorse ingenti, avrebbe aumentato significativamente il prestigio dell'ente prescelto, a scapito di altri<sup>50</sup>.

Al di là delle diverse ipotesi prospettate, Tobin suggeriva di affidare il compito di definire le regole e di garantirne l'attuazione al Fondo

---

<sup>49</sup> Cfr. WALKER M., *Global taxation: paying for peace*, *World Policy Journal*, 10(2), autunno 1993, pp. 7-12.

<sup>50</sup> Così SPAHN P.B., *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, op. cit., 1996. Altri Autori osservavano anche che gli "schedari con dati storici" di alcuni organismi internazionali non suscitavano fiducia e consensi "universali". In argomento si rinvia a KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions*, in *The Tobin Tax*, op. cit., p. 122; HELLERSTEIN W., *Riflessioni sulla Tobin Tax*, in *Fiscalia*, 2002, n.3, p. 57. In ogni caso, tre erano le organizzazioni internazionali tra le quali si poteva scegliere: il FMI, la Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS) o la Banca Mondiale.

Monetario Internazionale o alla Banca Mondiale, rimettendo la riscossione dell'imposta ai singoli Stati. Tutto ciò nell'ottica di preservare la sovranità tributaria nazionale e favorire l'autonomia delle politiche macroeconomiche e monetarie nazionali.

L'organismo internazionale doveva fungere da collettore ed occuparsi della redistribuzione del gettito tra gli Stati o della sua destinazione per scopi internazionali. A tal riguardo, risultava però altrettanto problematica anche la scelta dei criteri redistributivi. Infatti, un criterio basato sul luogo di origine del gettito poteva rivelarsi iniquo, perché inevitabilmente avrebbe favorito gli Stati in cui si trovavano i più importanti centri finanziari. D'altro canto, anche una suddivisione fondata sulle quote o sui diritti di voto nell'organismo internazionale, riferibili al singolo Stato, non sembrava soddisfacente<sup>51</sup>. Proprio per superare tali criticità, nel modello delineato da Tobin, il gettito dell'imposta veniva assegnato direttamente all'organismo internazionale, affinché ne curasse l'impiego nel finanziamento di beni pubblici o di progetti internazionali.

A prescindere dalle molteplici difficoltà tecniche, l'ostacolo maggiore all'implementazione di un'imposta internazionale era (ed è) dato dalla difficoltà di realizzare il necessario concorso delle volontà politiche e di superare le diffidenze degli Stati più attivi nel settore degli affari internazionali.

### **1.5 OBIETTIVI ECONOMICI DELL'IMPOSTA: FONDAMENTI TEORICI**

Obiettivo primario dell'imposta indicato da Tobin nel 1978 era quello di fare in modo che i tassi di cambio riflettessero i valori fondamentali di lungo periodo. Se questo avviene, infatti, gli investitori, basando le loro scelte di investimento su elementi stabili e su aspettative razionali, hanno una effettiva possibilità di scegliere un investimento durevole. In caso contrario, invece, l'incertezza causata dalle divergenze tra valori della

---

<sup>51</sup> Cfr. SPAHN P.B., *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, op.cit., 1996.

finanza e valori dell'economia reale incide sulle scelte degli investitori ,scoraggiando gli investimenti di lungo periodo e determinando così oscillazioni dei tassi di cambio, anche rilevanti.

Le distorsioni trasferite dai mercati finanziari internazionali all'economia reale legate alla volatilità dei cambi possono essere eliminate senza difficoltà dagli operatori che operano nel breve periodo attraverso l'utilizzo dei derivati, mentre non sono superabili dagli operatori che hanno orizzonti più ampi. Questo perché *“merci e lavoro si muovono, in risposta ai segnali del prezzo internazionale, molto più lentamente di quanto non facciano i capitali”*<sup>52</sup>. Tobin riteneva che la flessibilità dei cambi non fosse da sola una soluzione risolutiva e spostava, perciò, l'attenzione dalla scelta tra tasso fisso o flessibile, al problema dell'eccessiva mobilità dei capitali finanziari privati che le economie e i governi nazionali non erano in grado di fronteggiare senza provocare danni all'economia reale o sacrificare obiettivi di politica economica nazionale come l'occupazione, la produzione o l'inflazione<sup>53</sup>.

La soluzione ottimale secondo Tobin era la realizzazione dell'integrazione economica e dell'unione monetaria, condizioni queste che avrebbero impedito le distorsioni legate ai movimenti di fondi che sfruttavano gli arbitraggi sui tassi d'interesse o speculavano sulla fluttuazione dei cambi. Vista l'impraticabilità di una tale misura a livello

---

<sup>52</sup> Nell'economia reale le correzioni sono lente, le transazioni sono costose, il trasporto è costoso e lento, la sostituibilità è imperfetta, le aspettative sono confuse. Nei mercati finanziari, anche con il contributo della globalizzazione, i costi di transazione sono bassi e indipendenti dall'entità della transazione, le economie di scala sono enormi, le comunicazioni sono veloci, il credito permette agli operatori di assumere posizioni a breve o a lungo termine a loro piacimento, le innovazioni nelle tecnologie, l'informatizzazione, la deregolamentazione hanno liberato fiumi di transazioni. Il problema essenziale, in regime di cambi fissi come in regime di cambi flessibili, è costituito cioè dall'eccessiva mobilità dei capitali finanziari privati.

<sup>53</sup> *“I beni e il lavoro si spostano, in risposta ai segnali di prezzo internazionali, molto più lentamente dei fondi liquidi. I prezzi e i mercati dei beni e del lavoro si aggiustano molto più lentamente, in risposta a variazioni della domanda e dell'offerta, rispetto ai prezzi delle attività finanziarie, inclusi i tassi di cambio. A tal proposito, il fatto che i tassi di cambio siano fissi o flessibili non produce significative differenze. Le difficoltà che una simile situazione crea alle economie nazionali e ai decisori di politica economica non possono essere evitate optando per un regime valutario o per l'altro”*. Così TOBIN J., *A proposal*, op. cit., 1978.

mondiale, però, in un'ottica di *second best*, la soluzione era quella di imporre un certo grado di segmentazione ai mercati finanziari intervalutari gettando “*qualche granello di sabbia nelle ruote di un sistema monetario internazionale eccessivamente efficiente*”. Secondo Tobin, infatti, si trattava in realtà di una efficienza meramente tecnica, non anche economico – informativa: mercati disancorati da fondamentali non sono in grado di guidare le economie a conseguire i vantaggi comparati, di condurre il capitale alla sua collocazione internazionale efficiente e i governi a corrette politiche macroeconomiche<sup>54</sup>.

L'ottica nella quale Tobin si pone, dunque, è quella keynesiana che paventava il dominio della speculazione sull'impresa: più il mercato si avvicina alla concorrenza perfetta (costi di transazione tendenti a zero), più la speculazione, intesa come attività di prevedere la psicologia del mercato domina l'impresa stessa, con conseguente volatilità dei mercati e volume degli scambi eccessivo rispetto a quello necessario<sup>55</sup>. La visione socio-psicologica<sup>56</sup> del mercato si pone in netta contrapposizione rispetto alla visione tradizionale sostenuta dalla scuola di Chicago (anche detta scuola

---

<sup>54</sup> Joseph Halevi evidenziava che “*la Tobin Tax lungi dal presentarsi come una mera proposta tecnica, [era] radicata in una specifica visione dell'economia, legata alla teoria della concorrenza perfetta. In un mondo di ottimizzatori razionali solo chi è in preda ad una logica irrazionale tenterà di trarre vantaggio dalle eventuali e temporanee deviazioni dai valori finanziari attesi*”, HALEVI J., *Interrogativi sulla Tobin Tax*, in *Il granello di sabbia- I pro e i contro della Tobin Tax*, a cura di BELLOFIORE R.- BRANCACCIO E., Milano, 2002, pp. 96-97.

<sup>55</sup> Per spiegare questo concetto Keynes paragona i mercati finanziari a un concorso a premi organizzato da un giornale, in cui la vittoria andrà a chi saprà scegliere, tra le immagini di sei donne, il volto ritenuto più bello dal maggior numero di lettori. I partecipanti più *naïf*, osserva Keynes, sceglieranno direttamente il volto da loro giudicato più bello. Quelli meno ingenui cercheranno, invece, di capire quale sia l'idea prevalente di bellezza. Ed ancora, i partecipanti più sofisticati si sforzeranno di “*anticipare quel che l'opinione media si aspetta che sia l'opinione media*.” Di questo passo – conclude Keynes – ci sarà anche chi si eserciterà in un “*quarto, quinto o ulteriore grado*” di formulazione di previsioni su previsioni. Così KEYNES J.M., *The general Theory*, op. cit., 1936, p. 156,

<sup>56</sup> Nell'ampia letteratura che riesamina il comportamento dei mercati in chiave socio-psicologica si collocano anche le teorie sui comportamenti imitativi, sulle mode e i miti passeggeri e sulle bolle speculative razionali. Per approfondimenti si rinvia rispettivamente a SINCLAIR P. J. N., *The Economics of Imitation*, in *Scottish Journal of Political Economy*, vol.37, maggio, 1990, pp.113-114; SHILLER R. J., *Investor Behaviour in The October Stock Market Crash, survey evidence in NBER working paper n° 2446*, 1987; FRIEDMAN M., *The case for flexible exchange rates*, in *Essays of positive Economics*, Chicago, Chicago University Press, 1953.

monetarista), secondo la quale, invece, la speculazione avrebbe effetti stabilizzanti sui mercati attraverso i meccanismi di arbitraggio.

I maggiori esponenti della scuola monetarista<sup>57</sup> sostengono la teoria della concorrenza perfetta: esiste, cioè, un prezzo di mercato assicurato dai fondamentali economici cosicché quando il prezzo effettivo supera quello garantito, gli agenti capiscono che il mercato è sopravvalutato e vendono riportando il prezzo al suo livello garantito. Nel lungo periodo i valori fondamentali del mercato sono destinati sempre a fungere da centro gravitazionale, per cui maggiore è il volume della speculazione, più veloce sarà il raggiungimento dell'equilibrio e la volatilità del tasso di cambio sarà conseguenza dei movimenti di equilibrio.

Mentre, la visione del capitalismo d'azzardo introdotta da Keynes, si proponeva di contrastare la speculazione rendendola, nel pubblico interesse, inaccessibile e costosa attraverso lo strumento fiscale, la visione monetarista sosteneva che cercare di eliminare la volatilità dei mercati dovuta a modifiche dei fondamentali avrebbe costituito soltanto una distorsione in un mercato di concorrenza.

Tobin critica questa visione evidenziando come accanto alla volatilità, che ha costi propri, i movimenti speculativi slegati dai fondamentali portano al cd. *misalignment* ovvero il fatto che una valuta non è scambiata nei confronti delle altre in base ad una parità che rispecchi la competitività nazionale e le differenze tra le economie nazionali. I mercati dei capitali dovrebbero svolgere una funzione socialmente utile attraverso la promozione di investimenti internazionali. Le operazioni speculative sono invece giochi a somma zero: il guadagno di un operatore corrisponde alla perdita di un altro. I singoli speculatori hanno guadagni privati, ma i guadagni sociali sono nulli. Una *Tobin tax* che colpisse la speculazione destabilizzante potrebbe, invece, orientare gli investitori verso l'analisi dei

---

<sup>57</sup> Cfr. FRIEDMAN M., *The case for flexible exchange rates*, op. cit., 1953, pp. 175-177; STOCKMAN A. C., *The Equilibrium Approach to Exchange Rates*, in *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, 1987, pp. 12-31.

valori fondamentali, stimolando solo i movimenti di capitale legati a motivi di produttività. Un cambio stabile, che rispecchi l'economia nazionale, farebbe sì che i movimenti di capitale fossero indotti solo da una differenza nei tassi di interesse reali che ne rispecchiasse una sostanziale nell'efficienza marginale del capitale, contrastando il crearsi di bolle speculative con gli effetti recessivi che da queste derivano.

### **1.5.1 EFFETTI DELLA TOBIN TAX SULLA SPECULAZIONE DESTABILIZZANTE**

Partendo dall'assunto che la speculazione abbia un effetto destabilizzante, e dia luogo a movimenti di capitale slegati dai fondamentali, il principale vantaggio della *Tobin tax* è quello di riuscire a colpire in modo molto efficace le transazioni finanziarie a breve termine. Uno degli aspetti principali da chiarire riguarda le modalità attraverso le quali distinguere, nell'applicazione dell'imposta, tra transazioni puramente speculative e transazioni commerciali che sembrerebbero entrambe colpite indiscriminatamente. In realtà, la distinzione tra le due tipologie di transazioni opera sul principio che la mobilità di lungo termine del capitale, per finanziare scambi di merci o investimenti produttivi, comporta poche operazioni, mentre le transazioni speculative, per loro natura, danno luogo a un'elevata rotazione di capitali su orizzonti di tempo molto brevi. Pertanto, gli effetti di una *Tobin Tax* sulle transazioni commerciali, sarebbero comunque trascurabili.

Frankel propone una dimostrazione di quanto appena detto. Si supponga che  $i_h$  sia il tasso annuo di rendimento interno: dunque, il tasso di rendimento all'estero  $i_f$  (tenendo conto dell'evasione fiscale e degli utili su cambi) dipende dall'aliquota  $\tau$  della *Tobin tax* e dalla durata  $y$  dell'investimento, misurata dal numero di anni (o frazione di anno) nel corso dei quali si mantiene una posizione estera. Prendendo in considerazione un investimento *round trip*, chi vuole investire all'estero

deve pagare l'imposta due volte, una quando si acquista l'attività finanziaria estera e di nuovo quando viene venduta.

Affinché la condizione d'arbitraggio tra il mercato nazionale e quello estero sia rispettata, deve essere:

$$(1 + i_f y)(1 - \tau) - \tau = 1 + i_h y$$

e, risolvendo per il tasso di rendimento estero richiesto:

$$i_f = \frac{i_h y + 2\tau}{y(1 - \tau)} = \frac{i_h + \frac{2\tau}{y}}{(1 - \tau)}$$

Ipotizzando come alternativa che solo gli interessi guadagnati siano rimpatriati e che il capitale sia lasciato in valuta estera, per investire all'estero si dovrà pagare l'imposta due volte, una al momento dell'acquisto dell'attività estera, l'altra al momento del rimpatrio degli interessi. Per il rispetto della condizione d'arbitraggio deve valere:

$$i_f y (1 - \tau) - \tau = i_h y$$

Per cui:

$$i_f = \frac{i_h y + \tau}{y(1 - \tau)} = \frac{i_h + \frac{\tau}{y}}{(1 - \tau)}$$

La *Tobin Tax* penalizza chiaramente gli investimenti a breve termine rispetto agli investimenti a lungo termine, dato che la sua incidenza sulla parità dei tassi di rendimento dipende inversamente dalla durata dell'investimento. Nel caso del rimpatrio dei soli interessi, ad esempio, con un tasso d'interesse interno del 10 per cento, un'aliquota d'imposta dell'1 per cento e un investimento della durata di un anno, il rendimento estero dovrebbe essere almeno pari all'11 per cento per attrarre gli investitori. Ma se l'orizzonte temporale dell'investimento si abbassa a un mese e a una



settimana, il rendimento estero dovrebbe aumentare, rispettivamente, fino al 22 e al 62 per cento l'anno.<sup>58</sup>

### **1.6 OBIETTIVI SOCIALI: POSSIBILI UTILIZZI DEL GETTITO ED EFFETTO REDISTRIBUTIVO**

Come abbiamo visto, la giustificazione principale all'adozione della Tobin Tax si fonda sulla sua capacità di migliorare il funzionamento dei mercati finanziari, riducendo i flussi speculativi a breve termine e il conseguente rischio di un'eccessiva volatilità dei cambi: in questo senso l'introduzione della *Tobin tax* rappresenterebbe una riforma del sistema monetario internazionale e sarebbe un mezzo per contenere sprechi di risorse nell'attività speculativa e in un eccessivo ricorso all'ingegneria finanziaria, contribuendo, quindi, alla loro più efficiente allocazione.

In secondo luogo, esiste una giustificazione che si basa sul gettito potenziale che l'imposta sarebbe in grado di produrre, consentendo di andare incontro alle richieste di risorse aggiuntive per nuovi progetti a livello nazionale ed internazionale: un'imposta globale come la *Tobin tax* potrebbe consentire ai governi nazionali di recuperare parte di quella potestà tributaria persa nel corso del processo di globalizzazione dei mercati, specialmente di quelli finanziari.

Quello della gestione del gettito fiscale derivante dall'applicazione della *Tobin Tax* è divenuto un argomento sempre più pregnante, addirittura centrale, per coloro che, al di là degli obiettivi economici, hanno trovato nell'ammontare dei proventi potenziali della *Tobin tax* la ragione per sostenere questo tipo d'imposta. Lo stesso Tobin aveva suggerito “*di conferire il ricavato alla Banca Mondiale*”, per frenare il dominio dei mercati finanziari e, al contempo, rafforzare gli aiuti internazionali ai “*paesi poveri*”. Come si è avuto modo di anticipare, la *Tobin tax* ha ricevuto

---

<sup>58</sup> Così FRANKEL J., *How Well Do Markets Work: Might A Tobin Tax Help?*, in *The Tobin Tax*, a cura di Ul. Haq e altri, op. cit., 1996, pp. 57-58.

relativamente poca attenzione da parte della letteratura rispetto alle altre imposte sulle transazioni finanziarie (come, ad esempio, l'imposta sulla compravendita di titoli), e in quelle occasioni sono emersi obiettivi diversi dalla stabilizzazione dei cambi che hanno conferito all'imposta un significato abbastanza distinto rispetto a quella originale, acquistando un enorme credito nell'ambito delle "culture alternative" contrapposte all'immaginario sociale globalizzato. In tal senso, sono stati enfatizzati i possibili scopi umanitari e sociali in base ai quali il gettito fiscale poteva essere utilizzato per far fronte, ad esempio, alle esigenze di sviluppo sostenibile, di sicurezza internazionale, di riduzione dell'inquinamento globale, di prevenzione della diffusione di malattie contagiose, ecc.

Sono state ipotizzate anche forme di utilizzo esclusivamente nazionali dei proventi della *Tobin Tax*, specie per provvedere alle crescenti necessità di spesa pubblica, senza però incrementare i costi sociali, politici, economici del controllo sul deficit pubblico.

Tuttavia, considerato che l'applicazione dell'imposta necessita comunque del raggiungimento di un accordo internazionale, è più plausibile ipotizzare l'adozione di un piano di incentivi in base al quale i paesi aderenti possano trattenere una quota significativa del gettito fiscale. In effetti, la *Tobin tax* sarebbe il risultato dello sforzo congiunto e della cooperazione tra più paesi, giustificando la ripartizione delle entrate tra impieghi nazionali ed internazionali e rendendo illegittima l'eventuale pretesa di singoli paesi di appropriarsene interamente. In questo modo, le somme destinate a scopi internazionali non rappresenterebbero una perdita per i paesi che collaborano, in quanto investite in beni pubblici globali. Perciò, i paesi potrebbero massimizzare il benessere attraverso una distribuzione bilanciata del gettito d'imposta tra obiettivi nazionali e globali. In questa prospettiva, non è trascurabile l'effetto redistributivo che l'imposta potrebbe generare.

In particolare, le scelte di utilizzo (a livello nazionale ed internazionale) del gettito fiscale dovrebbero tener conto del fabbisogno interno di risorse, delle esigenze per i finanziamenti internazionali e dell'equilibrio tra la domanda interna e quella internazionale di risorse, necessario per assicurare l'uso efficiente del gettito d'imposta e la massimizzazione del benessere<sup>59</sup>.

La ripartizione delle entrate della *Tobin tax* potrebbe avvenire in base a formule differenti<sup>60</sup>, ma in ogni caso, la formula dovrebbe consentire di:

- ❖ garantire un adeguato finanziamento degli obiettivi internazionali sui quali ci si è accordati;
- ❖ massimizzare l'efficacia nell'utilizzo dei fondi;
- ❖ riconoscere l'importanza relativa di ciascun paese come mercato dei cambi e distribuire i benefici dell'azione coordinata internazionale per ridurre il rischio finanziario;
- ❖ assicurare un'equa ripartizione degli oneri tra i paesi, tenendo conto di fattori quali il reddito e la dimensione della popolazione<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Per approfondimenti si rinvia a KAUL I. – LANGMORE J., *Potential Uses of the Revenue from a Tobin Tax*, in *The Tobin tax*, op. cit., 1996, pp. 255-273.

<sup>60</sup> Tra i modelli più importanti basti ricordare quello proposto dall'economista Griffith Jones basato su una formula mista di redistribuzione del gettito d'imposta. Il modello prevedeva che una parte del gettito fosse trattenuta all'interno di ogni paese sulla base del volume degli scambi e delle entrate riscosse (si dovrebbe trattare di una percentuale sufficientemente elevata da spingere i centri finanziari a partecipare alla Tobin tax, ma abbastanza bassa da consentire un uso equo della maggior parte delle entrate); una parte fosse distribuita ai governi nazionali in base a criteri come la dimensione della loro quota in seno al FMI (ciò favorirebbe i paesi più piccoli e quelli in via di sviluppo); una parte fosse assegnata ad organizzazioni come l'ONU, il FMI e la Banca Mondiale; ed infine, una piccola parte fosse destinata ad una migliore regolamentazione dei mercati finanziari in generale, per renderli più efficienti ed evitare costose crisi finanziarie. Cfr. GRIFFITH JONES S., *Institutional Arrangements for a Tax on International Currency Transactions*, in *The Tobin Tax*, op. cit., 1996, pp. 153-154.

<sup>61</sup> Cfr. KAUL I. – LANGMORE J., *Potential Uses of the Revenue from a Tobin Tax*, in *The Tobin tax*, op. cit., 1996, p. 266. I due Autori proponevano che i Paesi in via di sviluppo a basso e medio reddito trattenessero il 100 per cento del gettito fiscale, quelli nella fascia di reddito medio-alta il 90 per cento e, infine, i paesi industrializzati l'80 per cento. Un ulteriore perfezionamento di questa formula contemplava la fissazione di un limite massimo di contribuzione per i paesi con i maggiori centri finanziari in modo da compensare gli elevati costi legati a questi ultimi. Anche Tobin (1996, p.xvii) concorda sull'attribuzione di parte dei proventi ai singoli stati, soprattutto perché in tal modo, lasciando la riscossione del tributo in capo ai singoli stati, essi verrebbero incentivati ad assolvere al proprio compito. Tobin (1996, p.xvii) specifica anche che l'opportunità di lasciare ai paesi minori l'intero ammontare dei proventi da loro raccolti è motivata dal fatto che l'imposizione nei paesi minori non è dovuta alla necessità di raccogliere denaro, ma alla necessità di impedire che vengano creati mercati esenti dall'imposizione, in grado di attirare capitali e ridurre la base imponibile

Una volta determinata la formula di ripartizione del gettito, la stessa potrebbe essere rinegoziata periodicamente per assicurare il giusto allineamento tra capacità contributiva, necessità finanziarie e allocazione delle risorse.

In alternativa, si era ipotizzata la creazione di un nuovo fondo per la cooperazione internazionale, una sorta di “Ministero del Tesoro internazionale”, alla cui valutazione ed approvazione tutte le organizzazioni multilaterali avrebbero dovuto sottoporre le proprie proposte di bilancio. L’organo intergovernativo di vigilanza del fondo avrebbe dovuto vigilare sulla corretta applicazione del principio “*no taxation without representation*”. Un nuovo fondo per la cooperazione poteva costituire uno strumento utile per conciliare gli obiettivi politici e di bilancio a livello globale anche se avrebbe rappresentato un’ulteriore complicazione, in termini di ulteriore perdita di sovranità dei governi nazionali.

### **1.7 ASPETTI PROBLEMATICI DELL’IMPOSTA**

Le argomentazioni a sfavore della Tobin Tax rientrano essenzialmente in due categorie: le distorsioni nel funzionamento dei mercati finanziari e la realizzabilità.

Partendo da quest’ultima, è pacifico che uno dei caratteri tipici dei mercati finanziari è il fatto che i tentativi di regolazione tendano ad essere compensati dallo sviluppo di tecniche sofisticate di elusione delle regole. Se l’imposta fosse stata introdotta unilateralmente o con un accordo multilaterale, avrebbe determinato la progressiva esclusione dal mercato dei cambi dello Stato impositore. Se il tributo fosse stato adottato (perfino con una piccola aliquota dello 0,1 per cento) da un solo paese (Stati Uniti) o da un gruppo di paesi (il G7, l’OCSE), il mercato dei cambi si sarebbe spostato all’estero e quindi l’imposizione non sarebbe risultata efficace rispetto agli scopi di cui si è detto. In teoria, solo arrivando all’estremo dell’introduzione su scala globale della Tobin Tax, si poteva arginare il

fenomeno della migrazione dell'imposta, cioè l'elusione su base geografica. L'applicazione dell'imposta doveva essere, dunque, il risultato di un accordo internazionale, teoricamente universale, con tutte le difficoltà politiche che questo comporta, senza contare che, anche in questo caso, non si poteva comunque arginare l'effetto sostitutivo. Come si è avuto modo di evidenziare in tema di base imponibile, la dislocazione può essere soppiantata dalla diversificazione in forme negoziali equivalenti. Sfruttando gli strumenti finanziari derivativi è possibile attivare processi imitativi che consentono di riprodurre effetti surrogabili a quelli della fattispecie imponibile, senza però configurarla.

Al di là delle problematiche strettamente applicative, le critiche più aspre che si ritrovano in letteratura sono legate principalmente ad aspetti strettamente economici:

- a) ***Distorsioni del mercato*** → ogni imposta tende a produrre delle distorsioni nelle attività economiche a cui viene applicata. L'idea stessa di gettare sabbia negli ingranaggi del sistema finanziario implica la produzione di distorsioni nel sistema, tant'è vero che lo stesso Tobin era ben conscio che l'imposta avrebbe creato costi allocativi più o meno ampi. Ciononostante era convinto che si sarebbe trattato di costi trascurabili rispetto a quelli macroeconomici del sistema dei cambi in assenza dell'imposta, o comunque meno onerosi rispetto a misure protezionistiche e autarchiche tese a proteggere l'economia interna o settori privilegiati dagli shock dell'economia internazionale.
- b) ***Tensioni di liquidità*** → la Tobin tax presenta il grave problema di non essere in grado di distinguere la speculazione dalle transazioni interbancarie volte a garantire la liquidità dei mercati, che sono colpite indiscriminatamente dall'imposta pur non essendo di natura speculativa. Partendo dall'assunto che esista una relazione tra liquidità e stabilità dei prezzi, in una certa misura, la speculazione

“gestita” svolge una funzione di riduzione del rischio, stabilizzando le valute e limitando la volatilità<sup>62</sup>. Una significativa riduzione della liquidità dei mercati, inoltre, comporterebbe ulteriori distorsioni sia sugli *spreads* (cioè i differenziali tra domanda e offerta nel mercato interbancario e nel mercato al dettaglio) sia sugli investimenti. Infine, la tassazione degli strumenti derivati potrebbe produrre gravi distorsioni nei mercati, minando la capacità del settore finanziario di coprirsi dai rischi.

- c) ***Iniquità intergenerazionale*** → l'imposta potrebbe probabilmente gravare in modo considerevole sui fondi pensione, che rappresentano una quota elevata del mercato. Nella misura in cui i fondi pensione facessero ricorso alle istituzioni finanziarie per le proprie politiche d'investimento e, in particolare, per diversificare un ampio stock di capitale, questi intermediari verrebbero a trovarsi in una posizione di forza nel mercato e potrebbero traslare l'imposta, che andrebbe a gravare sulle generazioni più anziane e sui pensionati.
- d) ***Distorsioni sulla struttura del mercato*** → considerando i possibili effetti sul volume degli scambi, la *Tobin tax* potrebbe portare a un cambiamento strutturale dei mercati valutari. Difatti, un innalzamento dei costi di transazione delle operazioni tra intermediari potrebbe indurre i mercati derivati valutari a passare da una struttura decentrata, *over-the-counter* e non trasparente, ad una centralizzata, trasparente e guidata dagli utenti finali (*customer-driven*).

---

<sup>62</sup> Secondo alcuni Autori le interferenze dell'imposta con le negoziazioni “stabilizzatrici” potrebbero indurre addirittura costi superiori ai benefici prodotti. Cfr. HOLTHAM G., *Managing the exchange rate system*, in MICHIE J. e GRIEVE SMITH J., *Managing the Global Economy*, Oxford, Oxford University Press, 1995, pp. 244-245; KENEN P.B., *Capital controls, the EMS and the EMU*, *Economic Journal*, 105, Gennaio 1995, p. 189.

## CAPITOLO II

### DALLA TOBIN TAX ALLA FINANCIAL TRANSACTION TAX: ESPERIENZE

#### EUROPEE

**SOMMARIO:** 2.1 La riapertura del dibattito internazionale sulla regolamentazione fiscale del settore finanziario - 2.2 Tipologie di imposte sul settore finanziario – 2.3 Esperienze europee: il caso della Svezia - 2.4 Esperienze europee: il caso del Regno Unito – 2.5 Verso un progetto europeo: studi condotti dal FMI e dalla Commissione Europea

#### **2.1 LA RIAPERTURA DEL DIBATTITO INTERNAZIONALE SULLA REGOLAMENTAZIONE FISCALE DEL SETTORE FINANZIARIO**

Nel corso degli ultimi anni il tema di una tassazione sulle transazioni finanziarie è tornato a suscitare un notevole interesse tra gli economisti, ma l'idea non è sicuramente nuova.

Come abbiamo evidenziato nel primo capitolo, già dal 1972, l'economista James Tobin propose questa ipotesi di imposizione, anche se il contesto in cui il premio nobel ipotizzava l'applicazione è diverso da quello attuale. Ancora oggi, però, ci si riferisce alla "*Tobin tax*" per intendere una tassazione sulle transazioni finanziarie, e proprio in ragione del suo scopo regolatorio, spesso si è estesa questa definizione a tutte le forme di tassazione imposte sui mercati finanziari.

I maggiori tentativi di applicazione dello strumento impositivo si registrano negli anni '80 e '90, rispettivamente nel mercato azionario svedese e nei mercati asiatici. Nel primo caso i risultati furono nettamente negativi, per lo più legati ad una riduzione consistente dei volumi negoziati. Gli investitori svedesi iniziarono a negoziare fuori dai mercati regolamentati per evitare i costi aggiuntivi derivanti dalla tassa, mentre molti investitori esteri preferirono spostare i loro capitali sul mercato londinese e su altri mercati europei.

In seguito a questi isolati tentativi di applicazione, la proposta di Tobin perse il suo “*appeal*” originario e per alcuni anni venne accantonata ogni ipotesi di tassazione simile, consentendo così al settore finanziario di crescere ed espandersi, anche grazie ad un’imposizione fiscale per certi versi meno gravosa rispetto ad altri settori. Ma è proprio dal settore finanziario<sup>63</sup> che, nel 2008, si origina una crisi destinata a propagarsi in quasi tutti i settori dell’economia, ad incidere sull’economia reale a livello globale e che, per tale ragione, può considerarsi la più grave crisi della storia dopo la Grande Depressione del ‘29.

In considerazione della diffusione mondiale del “virus” finanziario accompagnata da un’insostenibile crescita dei debiti sovrani, l’adozione coordinata di una regolamentazione finalizzata a ricostruire la stabilità dei mercati finanziari è oggi considerata una questione particolarmente urgente nell’agenda internazionale. La risoluzione della crisi, quindi, è da ricercarsi non più in misure estemporanee in grado soltanto di contenerne gli effetti, bensì nell’adozione di strumenti regolamentari costruiti sull’analisi approfondita delle anomalie strutturali presenti sui mercati finanziari.

Tra le molteplici cause individuate dagli economisti come responsabili della crisi finanziaria ( ad esempio l’eccessiva assunzione di rischio, la speculazione, i conflitti di interesse, l’indebitamento a breve termine, l’eccessiva liquidità, la bolla del credito, i titoli tossici, gli strumenti di trasferimento del rischio, ecc.), economisti, accademici, leader mondiali e regolatori sono ormai concordi nel considerare l’inadeguatezza degli assetti di regolamentazione e di vigilanza come la vera “*key force*” che ha reso possibile il collasso del sistema.

---

<sup>63</sup> La crisi è stata scatenata dalla catena di *default* che ha colpito gli intermediari che avevano investito nei prodotti finanziari «strutturati», legati all’andamento dei mutui ipotecari (e quindi all’andamento dei prezzi degli immobili sottostanti) concessi negli Stati Uniti a famiglie con basso merito di credito, i cosiddetti subprime. La crisi si è però rapidamente diffusa ad altri settori del mercato finanziario sino a colpire, da ultimo, l’economia reale: “il focolaio di infezione si è infatti inserito in un più ampio contesto di fragilità del sistema finanziario ed economico internazionale” In tal senso si veda VISCO I., *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Lezione inaugurale dell’Anno Accademico 2008-2009 del Master di II livello in Economia Pubblica, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Roma “La Sapienza”, 4 marzo 2009, p. 3.



Se da un lato la crisi ha mostrato l'inadeguatezza della regolamentazione esistente nel cogliere la complessità della struttura finanziaria, al contempo ha senza dubbio offerto un'opportunità storica per un radicale ripensamento globale dell'approccio alla regolamentazione.

L'attenzione della comunità internazionale si è gradualmente spostata verso politiche che si pongono come obiettivo quello di correggere le inefficienze dei mercati finanziari, e nel lungo periodo, siano in grado di contenere la possibilità del verificarsi di nuove crisi. In tale ottica le proposte di regolamentazione fiscale oltre a rispondere al requisito di "economicità" presentano anche il vantaggio di rispondere alle esigenze di gettito<sup>64</sup>. Così, date le insostenibili condizioni fiscali degli Stati più colpiti dalla crisi, la prospettiva di coniugare le necessità di regolamentazione con le esigenze di gettito mediante la proposta fiscale è stata accolta in modo prioritario nel dibattito politico internazionale.

## 2.2 TIPOLOGIE DI IMPOSTE SUL SETTORE FINANZIARIO

Le proposte di introdurre una imposta sulle transazioni finanziarie differiscono in base alla tipologia di transazioni che si intende tassare. È possibile, infatti, 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.

La *Currency transaction tax* (CTT), conosciuta più comunemente come *Tobin Tax*, è una imposta applicata specificamente sulle transazioni in

---

<sup>64</sup> Sebbene si possa riconoscere, in linea con la letteratura, che l'obiettivo del gettito non deve essere la principale motivazione di una legislazione fiscale a finalità correttive, di fatto, non essendo ipotizzabile realisticamente una imposta correttiva talmente efficace da eliminare alla radice il proprio presupposto, non può essere trascurato il dato che tale imposta produce gettito nella misura in cui, in un'ottica marginalista, persiste il beneficio marginale per gli operatori di svolgere una quantità di attività soggette imposizione.

valuta, con possibile estensione ai relativi strumenti derivati, come *future*, opzioni e *swap*<sup>65</sup>. La riscossione dovrebbe avvenire, a livello centralizzato, sulle singole transazioni. Tra gli Stati del G-20 solo il Brasile applica una CTT sui mercati dei cambi, mentre la Turchia ha provveduto alla sua eliminazione nel 2008. L'aliquota applicata dal Brasile è generalmente dello 0,38 per cento, ma sono applicate aliquote superiori del 2,38 e 5,38 per cento su alcuni tipi di transazioni. Nel 2009, sempre il Brasile ha inoltre introdotto una imposta del 2 per cento sugli acquisti di titoli azionari e obbligazionari esteri<sup>66</sup>.

La *Securities transaction tax* (STT) è la forma più diffusa di imposta sulle transazioni finanziarie, applicata sui mercati secondari su azioni e quote di partecipazioni<sup>67</sup>. La STT ha una ristretta area di operatività, in quanto generalmente esclude derivati e transazioni valutarie, ed è applicata solo su azioni e obbligazioni, negoziate sui mercati secondari, o anche su quelli primari. È possibile escludere dalla tassazione le transazioni riferite al mercato primario ed applicare la STT solo sui trasferimenti di azioni e obbligazioni, in modo tale da evitare effetti di aumento sul costo del *capital raising*, della raccolta di capitale. Poiché oggetto dell'imposta sono le negoziazioni eseguite sui mercati regolamentati, che funzionano attraverso meccanismi centralizzati, l'implementazione tecnica risulta piuttosto semplice e a basso costo.

Forme di STT sono attualmente in vigore in Cina, India, Indonesia, Italia, Regno Unito, Sud Africa e Sud Corea. Sono generalmente imposte *ad valorem*, basate, cioè, sul valore di mercato delle azioni soggette a transazione, con un'aliquota che varia tra lo 0,01 e lo 0,05 per cento. La STT esclude le transazioni valutarie, ma può essere estesa agli strumenti

---

<sup>65</sup> SCHMIDT R., *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, Ottawa, 2007, North-South Institute.

<sup>66</sup> Per approfondimenti si rinvia a MATHESON T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper, 2011, p. 5.

<sup>67</sup> Per approfondimenti sulla STT si veda HABERMEIER C. F., KIRILENKO A., *Securities Transaction Taxes and Financial Markets*, in International Monetary Fund, IMF Working Papers 01/51, 2001.

derivati, come avviene per esempio in India, dove i contratti *future* e le opzioni sono tassati secondo il valore dei beni trasferiti. In particolare, i *future* sono tassati sulla base del *delivery price*, le opzioni sulla base del premio e dello *strike price*, se l'opzione viene esercitata. La cd. *stamp-duty* nel Regno Unito è prelevata sia sul *delivery price* delle azioni inglesi acquistate attraverso i *future*, sia sullo *strike price* delle opzioni sui titoli azionari, se esercitate, ma non sul premio.

Dalla sua introduzione in alcuni Paesi, l'esperienza della STT ha subito, in realtà, una tendenza negativa. Gli Stati Uniti l'hanno eliminata già nel '66, la Germania nel '91, la Svezia nel '92, il Giappone nel '99, l'Australia nel 2001, la Francia nel 2009, e l'Italia l'ha abolita nel 2007. Le ragioni che hanno spinto gli Stati all'eliminazione di questa forma di tassazione sono da ricondurre principalmente a preoccupazioni relative all'aumento del costo del capitale e alla perdita di competitività dei mercati finanziari nazionali, a fronte di una accresciuta mobilità del capitale a livello internazionale.<sup>68</sup>

Un'altra ipotesi di tassazione è quella della *Financial tax on derivative*. Questa forma di FTT coprirebbe gli strumenti derivati che sono direttamente o indirettamente connessi con prodotti scambiati sui mercati finanziari, sia quelli regolamentati, sia quelli *over the counter*. Strumenti derivati diretti sono le *option* e i *future*, strumenti indiretti, i *credit default swap*, i contratti *swap* sui tassi di interesse, o le opzioni e i *future* sugli indici azionari. Possono essere inclusi gli strumenti derivati che hanno come sottostante transazioni in valute o materie prime (*currency future* o *commodity future*).

Una più ampia *Financial transaction tax* (FTT) o Imposta sulle Transazioni finanziarie (ITF) includerebbe, invece, tutte le transazioni e gli strumenti finanziari presi in considerazione, ma potrebbe essere comunque applicata esclusivamente al *trading*, escludendo così il mercato primario. La proposta di una imposta che coinvolga la più ampia gamma possibile di

---

<sup>68</sup> Cfr. MATHESON T., *Taxing Financial Transactions*, op. cit., 2011, p. 9.

transazioni e strumenti finanziari si basa soprattutto sulla esigenza di contenere le possibilità di sostituzione tra strumenti tassati e strumenti non tassati. Una base imponibile ristretta, che escluda taluni strumenti finanziari, offrirebbe naturalmente incentivi all'elusione, rendendo tali strumenti dei sostituti agli strumenti coperti dalla FTT. In questo modo l'imposta avrebbe come principale effetto la migrazione su larga scala delle attività finanziarie da un settore a un altro. Tenuto conto, quindi, dei controproducenti effetti di sostituzione, la FTT dovrebbe essere disegnata in modo tale da coprire la più vasta gamma di strumenti utilizzati nei mercati finanziari, sia in quelli regolamentati sia in quelli *over the counter*.

Per valutare l'effettiva presenza di condizioni concretamente favorevoli all'introduzione di una FTT è necessario dare una risposta alle questioni amministrative, di natura tecnica, che emergono durante la fase di pianificazione legislativa di qualunque tipo di tributo. Tali questioni includono non solo il problema più concettuale della definizione del presupposto, dell'ambito territoriale, della base imponibile, dell'aliquota e dei soggetti passivi, ma anche il problema delle modalità di riscossione e della messa a punto di misure anti-elusione e anti-evasione. Anche se le concrete possibilità di riscossione e le difficoltà di elusione non incidono sulle considerazioni sull'implementazione tecnica, sono elementi importanti per una valutazione dell'efficacia di un tributo.

Secondo uno studio del FMI<sup>69</sup>, rispetto ai tempi della proposta di Keynes e più avanti di Tobin, l'ipotesi di una FTT risulta oggi più attuabile proprio grazie ad alcuni importanti sviluppi intervenuti nei mercati finanziari, come il crescente ricorso alle Stanze di Compensazione (*Clearing Houses*) per gestire a livello centrale gli scambi sui mercati finanziari, la diffusione delle piattaforme di *trading* automatico, la sostituzione della circolazione documentale dei titoli con una circolazione elettronica basata su scritture

---

<sup>69</sup> Si veda in proposito BRONDOLO J.D., *Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility*, IMF Working Paper, 2011, p.5 e ss.

contabili, il rafforzamento della regolamentazione dei derivati scambiati OTC in diversi Paesi. Inoltre, la forte concentrazione delle transazioni in alcuni maggiori centri finanziari, come Londra o Francoforte, lascia presumere che qualora una FTT venga implementata in questi mercati, il rischio di una migrazione verso mercati non soggetti alla FTT sarebbe verosimilmente contenuto, in quanto i benefici derivanti dall'operare in mercati consolidati e funzionanti sarebbero ancora superiori ai costi derivanti dall'imposta<sup>70</sup>. Al contrario, l'ingegneria finanziaria, in grado di creare strumenti innovativi sempre più complessi, i crescenti volumi delle transazioni finanziari e l'alto livello di integrazione e globalizzazione dei mercati finanziari possono essere considerati tra i fattori che ne complicano l'implementazione.

**Tabella: Imposte sulle transazioni finanziarie nei Paesi del G-20 (fino al 2010)**

Country	Equity	Bonds/Loans	Foreign exchange transactions	Options	Futures
Argentina	Federal stamp duty on share transfers abolished in 2001	Provincial stamp duty, usually at 1%, may affect bonds and debentures			
Australia	State-level taxes may apply to shares	State-level taxes may apply to loans and bonds			
Brazil	1.5% on equity issued abroad as depository receipts (reduced from 3% in 2008)	1.5% on loans (reduced from 3% in 2008)	0.38% on foreign exchange transactions; 5.28% on short-term transactions (<90 days)		
China	0.1% of principal				
France	15–30-basis-point tax abolished on 1 January 2008				
India	0.25% on stock price; 0.025% on intraday transactions; local stamp duties may also apply	Local stamp duties may apply		0.017% on premium; 0.125% on strike price	0.017% of delivery price
Indonesia	0.1% on value of shares; local stamp duties may also apply	Local stamp duties may apply			
Italy	0.01%–0.14% of shares traded off exchange	0.25%–2% on loan principal			
Russia		Capital duty of 0.2% of value of new issues, but not on initial public offering of company			
South Africa	0.25% of value; new share issues excluded				
South Korea	0.5% on value of shares in corporations or partnerships				
Turkey	Initial charge for obtaining stock market quote: 0.1%; annual maintenance charge: 0.025%	0.6%–0.75% bond issuance charge	0.1% on foreign exchange transactions by financial institutions eliminated in 2008		
United Kingdom	Stamp duty of 0.5% on secondary sales of shares and trust holding shares			50 basis points on strike price, if executed	50 basis points on delivery price

Fonte: Matheson 2011

<sup>70</sup> Cfr. SCHULMEISTER, S., SCHRATZENSTALLER M., PICEK, O., *A General Financial Transaction Tax. Motives, Revenues, Feasibility and Effects*, Monographs n. 3, Vienna, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2008, p. 54.

### 2.3 ESPERIENZE EUROPEE: IL CASO DELLA SVEZIA

A partire dal gennaio 1984, su iniziativa del partito laburista, fu istituita in Svezia un'imposta dello 0,50% sia sugli acquisti, sia sulle vendite di titoli azionari e similari (*equities*). L'imposta era caratterizzata da un'applicazione territoriale basata sul cd. *residence approach*. Oggetto dell'imposta erano, infatti, tutte le transazioni aventi ad oggetto titoli registrati in Svezia e nelle quali fosse coinvolto un istituto finanziario o *broker* svedese, autorizzati sulla base della loro iscrizione in apposito registro<sup>71</sup> <sup>72</sup>. Le operazioni tassate erano sia quelle che interessavano esclusivamente controparti svedesi, sia quelle concluse tra controparti svedesi ed estere, mentre le operazioni tra controparti entrambe straniere erano tassate soltanto se avevano per oggetto un titolo svedese.

E' importante notare che il trasferimento della proprietà dei titoli azionari non era soggetto ad imposta se veniva attuato senza l'intervento di alcun intermediario, come nel caso donazione e/o successione. Erano, altresì, escluse le transazioni di modesto importo o effettuate da singoli enti in maniera non abituale.

Nella sua fase iniziale, l'imposta riguardava anche le *stock option* con un'aliquota del 2% calcolata sul premio dell'opzione. Anche l'esercizio dell'opzione era trattata come una transazione e, come tale, tassata in base ad un'aliquota dell'1% calcolata sul prezzo di esercizio (cd. *strike price*).

Dato che la tassa era stata concepita sulle vendite, essa ricadeva soltanto sugli utilizzatori finali dei servizi di intermediazione finanziaria, mentre ne erano esentate le transazioni tra “*dealers*” finanziari (cd. *interdealers trades*).

---

<sup>71</sup> Per approfondimenti si vedano CAMPBELL, J. Y., FROOT, K. A., *International Experiences with Securities Transaction Taxes*, in FRANKEL, J. A. (ed.), *The Internationalization of Equity Markets*, Chicago – London, 1994, pp. 277-308; UMLAUF STEVEN R., *Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 33, 1993, pp. 227-240.

<sup>72</sup> L'opinione pubblica individuava in molti di questi operatori dei giovani “yuppies” che godevano di ingiustificati compensi per l'attività di brokeraggio.

Sulla scia delle pressioni politiche volte ad incrementare il gettito, nel 1987, anche le operazioni tra *dealers* furono assoggettate a tassazione, con aliquota dell'1%, pari alla metà di quella che incideva sulle operazioni di brokeraggio.

Le notevoli perdite subite sul mercato obbligazionario da parte di enti pubblici e compagnie assicurative spinsero il governo a studiare un'imposta che colpisse anche il mercato monetario, ritenuto colpevole di creare instabilità economica. Così, il 1989 fu segnato dall'introduzione di una tassa anche sulle transazioni in titoli a reddito fisso, inclusi quelli di enti pubblici e gli strumenti derivati ad essi collegati, tassa ufficialmente motivata con la volontà di ristabilire condizioni di neutralità tra il mercato monetario e quello finanziario. Tuttavia, le aliquote stabilite per le obbligazioni erano di molto inferiori a quelle previste per i titoli di capitale, arrivando ad un massimo di 0,15%.

Il clima politico stava, peraltro, già cambiando e, a causa dello scarso gettito e dell'effetto negativo sul costo dell'indebitamento governativo, l'imposta sulle transazioni effettuate sul mercato monetario fu abolita già nel 1990. Seguì nel 1991, la riduzione alla metà della tassa sugli altri strumenti finanziari e alla fine dello stesso anno, la completa abolizione delle tasse residue sulle transazioni in titoli.

Diversi studi hanno dimostrato che la STT svedese abbia avuto un effetto negativo sul volume di affari del mercato finanziario svedese, anche se tale effetto non si è verificato nell'immediato. In particolare, essa determinò una drastica riduzione dell'attività finanziaria sul territorio svedese, nonché un gettito pari a meno del 3% della stima annuale iniziale. Numerosi problemi, peraltro, erano connessi alle svariate possibilità di eludere l'imposta. In primo luogo, per sottrarsi al pagamento dell'imposta, gli investitori stranieri affidarono una larghissima parte del *trading* di azioni di società svedesi a intermediari esteri (principalmente londinesi), con effetti devastanti anche in termini di performance macro-economiche dell'economia svedese.

Anche gli investitori svedesi avevano lo stesso incentivo, ma per loro l'elusione dell'imposta risultava più difficile in quanto necessitava della creazione all'estero di una società o succursale per la prestazione di servizi di intermediazione non svedesi e, in più venivano tassati pesantemente ogni volta che trasferivano fondi all'estero. Un'altra forma di elusione, oltre a quella sui servizi di brokeraggio non svedesi per operazioni in Svezia, era quella di trattare direttamente azioni svedesi sulla piazza di Londra o di New York<sup>73</sup>.

Quanto alle operazioni su titoli a reddito fisso, l'effetto sul volume d'affari risultò molto più marcato. Per esempio, nei primi giorni di tassazione si registrò una flessione dello 85% degli scambi su obbligazioni e del 98% sui *futures* obbligazionari. Quando l'imposta fu abolita nell'aprile del 1990 furono registrati movimenti di segno opposto e in volume notevole. Una delle motivazioni di tale più accentuata sensibilità del mercato obbligazionario ai mutamenti della tassazione va ricercata nella maggiore possibilità di trovare dei "sostituti" delle obbligazioni in altri strumenti di debito; anche il mercato delle VRNs (*Variables rates notes*) ebbe un rapido incremento al momento dell'introduzione dell'imposta sul mercato monetario. La medesima funzione sostitutiva fu svolta dagli *swaps* rispetto ai *future*.

#### **2.4 ESPERIENZE EUROPEE: IL CASO DEL REGNO UNITO**

Nel Regno Unito vige da oltre tre secoli la *stamp duty*, una imposta di bollo applicabile alle transazioni di tipo cartaceo effettuate, fra l'altro, su azioni e titoli: in tal senso, la tassa nacque come obbligo di applicazione di un bollo ufficiale che desse efficacia reale al trasferimento di proprietà di uno strumento finanziario. L'imposta si applica sia alle azioni, sia alle obbligazioni convertibili in azioni, non alle opzioni e ai *future*, mentre

---

<sup>73</sup> Cfr. SCHULMEISTER, S., SCHRATZENSTALLER M., PICEK, O., *A General Financial Transaction*, op. cit., pp. 20-24.



l'esercizio di un'opzione viene considerato come l'acquisto di un'azione. Non sono invece tassate le transazioni su obbligazioni, sia pubbliche che private.

La *stamp duty* si applica, altresì, sia alle operazioni concluse sul mercato secondario, sia a quelle effettuate sul mercato primario: la tassa viene pagata, quindi, anche dal soggetto che emette un'azione, mentre sul mercato secondario è l'acquirente a pagare la tassa. Ci sono, inoltre, limitate esenzioni per istituzioni religiose e operatori del LIFFE (London International Futures and option Exchange).

L'entità delle aliquote ha subito variazioni nel corso degli anni: dal 2% all'1% (1963), per poi tornare al 2% nel 1974 e ancora scendere all'1% nel 1984 e allo 0,5% nell'ottobre del 1986.

Proprio, nel 1986 è stata introdotta una nuova versione dell'imposta, la ***Stamp Duty Reserve Tax (SDRT)***: ogni cessione imponibile di azioni o di altri titoli di credito a titolo oneroso è soggetta a un'imposta di registro complementare pari allo 0,5% del valore dei titoli o del prezzo della cessione, ad eccezione del caso in cui il trasferimento avvenga mediante un formulario di cessione di valori mobiliari su cui sia stata debitamente assolta l'imposta in parola ed indipendentemente dal mercato in cui avviene la transazione e dal luogo di stabilimento del trader o intermediario coinvolto nell'operazione<sup>74</sup>.

In aggiunta, viene applicata una speciale "exit charge" dell'1,5% quando le azioni altrimenti oggetto della SRDT sono convertite in prodotti finanziari esclusi dall'ambito di applicazione dell'imposta<sup>75</sup>.

Anche nella nuova versione, la SRDT ha mantenuto l'impostazione fondata sul cd. principio della proprietà: senza il versamento dell'imposta,

---

<sup>74</sup> Per una completa analisi della British Duty Stamp Reserve Tax si veda CANNON P., *Tolley's Stamp Duties And Stamp Reserve Tax* 2001-02, London, 2001, 61.7

<sup>75</sup> Tuttavia poiché l'imposta è applicata anche alla sottoscrizione di titoli di nuova emissione, come tale, è stata considerata in contrasto con la normativa europea che tutela la mobilità e la raccolta di capitali. Cfr. Corte di Giustizia Europea, sentenza 1° ottobre 2009, causa C-569/07, *HSBC Holdings v. Vidacos Nominees*.

un acquisto di questi titoli sui mercati finanziari, non conferirebbe all'acquirente alcun diritto di proprietà sugli stessi.

L'imposta viene accertata e riscossa direttamente dagli intermediari attraverso il sistema elettronico CREST, che svolge le attività di *clearing*, determinando gli obblighi contrattuali e di regolamento, e di *settlement*, realizzando il trasferimento degli strumenti e contante oggetto del contratto. Il CREST, basandosi sulle informazioni trasmesse dagli intermediari, accerta l'imposta e trasferisce il pagamento direttamente al governo. Evadere, a mezzo di delocalizzazione, la SRDT è dunque assai più difficile di quanto non lo fosse con riguardo alla Financial Tax svedese. Tale circostanza è del resto confermata dai dati concernenti il gettito delle due imposte: mentre l'esperienza svedese ha dato luogo ad una fuga degli investimenti dal mercato finanziario svedese, registrando un gettito estremamente inferiore rispetto alla dimensione e al fatturato delle transazioni aventi ad oggetto azioni di società battenti bandiera svedese, il gettito riscosso attraverso la SRDT è una funzione della quantità, dei prezzi e del fatturato derivante dalle transazioni aventi ad oggetto azioni di società britanniche, così riflettendo in pieno lo sviluppo del mercato azionario. Ad esempio, durante il boom delle dot-com del 2000-2001 il gettito per l'erario inglese fu di circa 7,5 miliardi di euro attuali, mentre nel 2008-2009 esso ammontò a poco più di 4 miliardi. Inoltre, la *SDRT* è stata giudicata da più parti come un successo, anche in considerazione degli esigui costi amministrativi ad essa connessi.

Tuttavia, poiché lo scopo principale perseguito dall'imposta non è la riduzione della speculazione, tant'è vero che sono escluse dal suo campo di applicazione proprio le transazioni condotte tramite broker a fini di puro trading finanziario, non è direttamente comparabile con una FTT di più ampio respiro.

## 2.5 VERSO UN PROGETTO EUROPEO: STUDI CONDOTTI DAL FMI E DALLA COMMISSIONE EUROPEA

In occasione del vertice di Pittsburgh del 24 e 25 settembre 2009, i leader del G20, convinti della necessità di un coordinamento a livello globale e di una maggiore regolamentazione del settore finanziario, invitarono il Fondo Monetario Internazionale (di seguito solo FMI) ad analizzare la potenziale incidenza dei costi delle crisi bancarie sulle finanze statali, nonché la possibilità che gli stessi costi potessero essere sostenuti proprio dal settore finanziario<sup>76</sup>.

Nello stesso periodo, anche il Consiglio Europeo intervenne nel dibattito internazionale, esortando prima la Commissione Europea a studiare i meccanismi di finanziamento innovativi a livello globale<sup>77</sup> e, successivamente il FMI a vagliare le possibili misure atte a rendere più efficiente la vigilanza del settore finanziario, tra cui quella di “(...) *un prelievo sulle operazioni finanziarie a livello mondiale (...)*”<sup>78</sup>.

Tuttavia, il ruolo più incisivo fu svolto dal Parlamento Europeo che, nel marzo 2010, con una risoluzione concernente la tassazione delle operazioni finanziarie, sostenne l'importanza di definire, all'interno dell'Unione, una posizione univoca 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 (...)*”<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Cfr. G20, *G20 Leaders Statement: the Pittsburgh Summit*, Pittsburgh, 24-25 settembre 2009. Disponibile all'indirizzo: [http://www.g20ys.org/upload/files/Pittsburgh\\_0.pdf](http://www.g20ys.org/upload/files/Pittsburgh_0.pdf).

<sup>77</sup> Cfr. Consiglio Europeo, *Conclusioni della Presidenza*, Bruxelles, 29-30 ottobre, pp. 1-24.

<sup>78</sup> Cfr. Consiglio Europeo, *Conclusioni del Consiglio Europeo*, Bruxelles, 10-11 dicembre 2009, pp. 1-19.

<sup>79</sup> Cfr. Parlamento Europeo, *Risoluzione sulla tassazione delle operazioni finanziarie e una sua efficace applicazione*, 10 marzo 2010, par. 3a. Disponibile all'indirizzo: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0056+0+DOC+XML+V0//IT>

Ecco, allora, che nel 2010, in seguito alle suddette esortazioni, furono pubblicate le prime relazioni ufficiali in materia.

In particolare, in occasione del vertice del G20 di Toronto, il Fondo Monetario Internazionale presentò lo studio intitolato “*A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector*”<sup>80</sup>, incentrato sulle modalità attraverso le quali 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 FMI, un’imposta sulle transazioni finanziarie non poteva essere funzionale al conseguimento dei suddetti obiettivi. Difatti, 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 FMI considerava i veri fattori di rischio, ossia le dimensioni delle istituzioni, la loro interconnessione e l’insostituibilità<sup>81</sup>. Inoltre, considerato che non tutte le transazioni a breve termine sono di natura speculativa e in assenza di una correlazione certa tra i (bassi) costi di transazione e la formazione di bolle speculative, l’imposta, 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 discapito dell’economia reale. In definitiva, in base a quanto asserito nello studio del FMI, non sussistevano valide argomentazioni

---

<sup>80</sup> International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector*. Final Report to the G20, giugno, pp. 1-74.

<sup>81</sup> I concetti di dimensione dell’istituzione e di insostituibilità sono ben descritti da NIER E. W., *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. IMF Working Paper 09/70, Washington, 2009, pp. 1-64. Per dimensione dell’istituzione si deve intendere l’ammontare delle passività e delle attività dell’istituzione. 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.

economiche circa la possibilità che un'imposta sulle transazioni finanziarie fosse lo strumento più idoneo a correggere comportamenti dannosi sui mercati finanziari. Vi erano, peraltro, molti dubbi anche sulla capacità di questo strumento di generare maggiori risorse in termini di entrate, in quanto tassando anche le transazioni tra le imprese, la tassazione avrebbe influito sulle decisioni di produzione, con conseguente perdita di output<sup>82</sup>, senza contare gli effetti connessi all'elusione del tributo qualora non si fosse pervenuti ad una applicazione su base globale.

Per raccogliere le risorse per eventuali ulteriori interventi governativi a supporto del settore e, al contempo, ridurre i fattori di rischio sistemico, il FMI propose l'introduzione del cd. *Financial Stability Contribution* (FSC): la base imponibile dell'imposta sarebbe stata costituita dal passivo di bilancio, ivi incluse le attività fuori bilancio, ad esclusione del capitale di base, con possibilità di dedurre le passività garantite, mentre l'aliquota sarebbe variata in funzione dei rischi assunti dall'istituzione finanziaria e del suo contributo al rischio sistemico<sup>83</sup>. Anche in questo caso, per evitare problemi di elusione, era necessario un coordinamento a livello mondiale<sup>84</sup>.

Un'ulteriore proposta fiscale volta a far pagare al settore finanziario i costi reali delle crisi, avanzata dal FMI, è quella relativa alla *Financial Activities Tax* (FAT) in una delle sue tre varianti:

---

<sup>82</sup> 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 si rinvia a MATHESON T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*. IMF Working Paper 11/54, Washington, 2011, pp. 1-48. 2011.

<sup>83</sup> In questo modo, l'onere del tributo sarebbe gravato per lo più sulle grandi istituzioni finanziarie che 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 nel valutare correttamente il [profilo di] rischio della banca" (TUAC, 2010: 14), operazione alquanto complessa in un contesto di (ancora) insufficiente regolamentazione.

<sup>84</sup> Le entrate generate dal *Financial Stability Contribution* sarebbero confluite nelle casse dello stato e/o avrebbero finanziato un fondo di risoluzione, mentre le risorse utilizzate per gli interventi governativi a supporto del settore potevano essere recuperate, secondo il FMI, 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.

- FAT 1: la base imponibile dovrebbe comprendere tutti i profitti e le remunerazioni delle istituzioni finanziarie;
- FAT 2: la base imponibile dovrebbe comprendere le rendite da capitale e da lavoro di cui beneficia il settore finanziario;
- FAT 3: la base imponibile dovrebbe comprendere i profitti superiori ad una determinata soglia.

In particolare, la FAT1 avrebbe configurato una sorta di imposta sul valore aggiunto sui servizi finanziari, mentre la FAT3 avrebbe disincentivato l'eccessiva assunzione di rischio da parte degli intermediari. Infine, in linea generale la FAT sarebbe stata esposta all'elusione in misura minore rispetto all'imposta sulle transazioni finanziarie, dato il diverso grado di mobilità delle rispettive basi imponibili<sup>85</sup>.

Passando ora agli studi condotti in ambito europeo, la Commissione analizzò le diverse modalità di tassazione del settore finanziario in due studi, quali “*Innovative Financing at a Global Level*”<sup>86</sup>, pubblicato nell'aprile 2010, e “*Financial Sector Taxation*”<sup>87</sup>, allegato ad una comunicazione inoltrata alle altre istituzioni ed organi europei nell'ottobre dello stesso anno.

Nel primo documento di lavoro furono esaminati, oltre all'imposta sulle transazioni finanziarie, anche la *Stability Fee* proposta dal governo svedese<sup>88</sup>, la *Financial Crisis Responsibility Fee* progettata

---

<sup>85</sup> Per approfondimenti sull'imposta sulle attività finanziarie vedi KEEN M., KRELOVE R. & NORREGAARD J., *The Financial Activities Tax*, in International Monetary Fund, *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G20 and Background Material*. Washington, 2010, pp. 118-143. Per un confronto tra FAT e FTT si rinvia al par. 8 del successivo capitolo III.

<sup>86</sup> Cfr. Commissione Europea, *Innovative Financing at a Global Level*. Staff Working Document, SEC(2010)409 final, 1 Aprile 2010, pp. 1-59.

<sup>87</sup> Cfr. Commissione Europea, *Financial Sector Taxation*. Staff Working Document, SEC(2010)1166, 7 ottobre 2010, pp. 1-42

<sup>88</sup> 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 debito”. 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.

dall'amministrazione Obama<sup>89</sup>, la *Liquidity Risk Charge* ideata da Perotti e Suarez<sup>90</sup> e l'imposta sui bonus; nel secondo furono confrontate l'imposta sulle attività finanziarie (FAT) e l'imposta sulle transazioni finanziarie (FTT). Anche in questo caso, le valutazioni condotte su tali strumenti fiscali furono orientate, principalmente a verificarne l'idoneità a rafforzare la regolamentazione dei mercati finanziari e ad incrementare il gettito fiscale. Tuttavia, come il FMI, anche la Commissione Europea avanzò forti dubbi sull'imposta sulle transazioni finanziarie, giudicandone negativamente l'impatto sull'efficienza e sulla stabilità dei mercati.

In primo luogo, non potendo distinguere tra 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 non avrebbe ridotto unicamente le transazioni di natura speculativa. Anzi, rispetto alla capacità dell'imposta di disincentivare, mediante un aumento dei costi di transazione, il trading ad alta frequenza, la Commissione evidenziò che questo effetto 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. Inoltre, analogamente al FMI, anche secondo la Commissione non bisognava trascurare il grado di esposizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie all'elusione mediante creazione di prodotti finanziari non rientranti nell'ambito di applicazione dell'imposta. Ciò

---

Per approfondimenti vedi IMF, *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G20*, A cura di S. CLAESSENS, M. KEEN, C. PAZARBASIOGLU, Washington: International Monetary Fund, pp. iii-191.

<sup>89</sup> 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).

<sup>90</sup> 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". Cfr. PEROTTI E.-SUAREZ J., *Liquidity Risk Charges as a Macroeconomic Tool*, CEPR Policy Insight N. 40, 2009, p. 2.

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*”<sup>91</sup>.

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 l’esigenza di introdurre un’imposta con la più ampia base imponibile possibile. D’altra parte, a causa dell’elevato grado di mobilità delle transazioni finanziarie, l’imposta sarebbe stata altresì soggetta ad 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 a sostenere, 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 finanziario<sup>92</sup>, fu, invece, valutata più dettagliatamente la possibilità di adottare un’imposta sulle transazioni finanziarie unicamente a livello europeo valutando anche diverse soluzioni al problema dell’elusione che, a giudizio della Commissione Europea, dipendeva, in primo luogo, dall’aliquota e dall’ampiezza della base imponibile. Sarebbe stato, infatti,

---

<sup>91</sup> Cfr. Commissione Europea, SEC(2010)1166, op. cit., p. 14.

<sup>92</sup> Tale fallimento è stato sancito dalla dichiarazione finale del vertice di Toronto del 26 e 27 giugno 2010. Cfr. G20, *The G20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 giugno 2010. Disponibile all’indirizzo: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>.

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 dalla Cancelliera Merkel, a causa dell’opposizione degli Stati Uniti e del Canada. Cfr. BELKAÏD A., *Le G20 face à la crise*, in *Le monde diplomatique*, 25 giugno 2010. Disponibile all’indirizzo: <http://www.monde-diplomatique.fr/carnet/2010-06-25-Le-G20-face-a-la-crise>. 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. Sul punto, si veda anche LAEVEN L.-VALENCIA F., *Systemic Banking Crises Database*, in *IMF Economic Review*, 61, 2013, pp. 225-270.



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 finanziarie di stabilizzare allo stesso modo tutti i mercati finanziari, reso più difficile la sua gestione, nonché ridotto le entrate e creato distorsioni

Come dimostrato dalla *Stamp Duty* britannica, si sarebbe potuto in parte contenere l'elusione subordinando il passaggio di proprietà dei titoli al pagamento dell'imposta. 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*”<sup>93</sup> avrebbe frenato lo spostamento degli utili in Stati con regimi fiscali più favorevoli.

Ulteriori incertezze, infine, riguardavano 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 T.F.U.E e con l'art. XI dell'Accordo Generale sul Commercio dei Servizi.

In definitiva, l'opinione della Commissione Europea nel 2010, considerava plausibile l'introduzione della FTT unicamente a livello globale e riteneva più opportuna un'adozione a livello europeo della FAT<sup>94</sup>.

---

<sup>93</sup> Cfr. Commissione Europea, *Financial Sector Taxation*, op. cit., p. 26.

<sup>94</sup> Più ampiamente, si veda il successivo par. 3.8

## CAPITOLO III

### ATTUALITÀ E PROSPETTIVE DELLA FTT NELL'UNIONE EUROPEA

**SOMMARIO:** 3.1 Il percorso storico della Proposta di direttiva europea sulla FTT - 3.2 Elementi essenziali del tributo – 3.2.1 Presupposto e ambito applicativo – 3.2.2 Territorialità dell'imposta – 3.2.3 Esigibilità, base imponibile, aliquote e modalità di versamento – 3.4 Riscossione, misure anti elusive e anti abuso – 3.5 Problematiche relative ai contratti derivati – 3.6 Possibili profili di incompatibilità con il diritto dell'Unione Europea - 3.7 Il ricorso alla cooperazione rafforzata e l'opposizione del Regno Unito - 3.8 La *Financial Activities Tax* come ipotesi alternativa alla FTT - 3.9 L'introduzione della *Taxe sur le transactions financières* in Francia

#### 3.1 IL PERCORSO STORICO DELLA PROPOSTA DI DIRETTIVA EUROPEA SULLA FTT

L'iniziativa più significativa relativa all'utilizzo dello strumento fiscale, inteso come strategia comune di lungo periodo ma nel contempo in grado di generare nuovo gettito fiscale per risanare i debiti sovrani, è stata intrapresa dall'Unione Europea.

Se in ambito europeo, infatti, sembra ormai pienamente acquisita la consapevolezza di dover intervenire in maniera sistematica per potenziare il coordinamento fiscale tra i diversi Stati membri dell'Unione Europea e ridurre la competizione fiscale dannosa, l'instabilità dei mercati finanziari impone, tuttavia, ai singoli Stati l'esigenza non soltanto di potenziare la lotta all'evasione, ma anche di adottare misure fiscali in grado di aumentare il gettito erariale, nel breve periodo.

La necessità di generare nuove entrate rappresenta, tra l'altro, una delle direttrici della politica fiscale europea<sup>95</sup>: difatti, l'introduzione di nuove

---

<sup>95</sup> La risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 "*Investire nel futuro: un nuovo quadro finanziario pluriennale (QFP) per un'Europa competitiva, sostenibile e inclusiva*" (2010/2011(INI)), evidenzia come l'introduzione di un sistema di prelievi a carico degli istituti finanziari e sulle operazioni finanziarie dovrebbe contribuire ad abbattere i deficit pubblici, stimolare l'economia reale e sostenere le politiche sociali.

forme di imposizione dovrebbe rispondere, anche per ragioni di equità fiscale, all'idea di colpire le attività e i settori che hanno generato la crisi.

L'opportunità di introdurre un sistema di imposizione sulle attività finanziarie di matrice europea è stata presa in considerazione già nel 2010 dalla Commissione Europea<sup>96</sup> che, oltre a delineare gli aspetti legali ed amministrativi di una imposta comune sulle attività finanziarie, ne ha valutato gli impatti sotto il profilo del potenziale di “*revenue raising*”, degli effetti sull'efficienza e la stabilità del mercato unico e sulla distribuzione della ricchezza.

A seguito dei numerosi inviti del Consiglio e del Parlamento Europeo, nel 2011, la Commissione Europea ha formulato una prima proposta di Direttiva per l'introduzione della cd. *Financial transaction tax*<sup>97</sup> (di seguito FTT), proprio con l'obiettivo di imporre al settore finanziario un contributo sostanziale per il superamento della crisi globale e di mitigare, al contempo, gli effetti delle transazioni speculative sul mercato unico.

Più precisamente, l'introduzione di un sistema comune d'imposizione sulle attività finanziarie persegue tre finalità:

- ❖ evitare la frammentazione del mercato interno dei servizi finanziari, visto il crescente numero di provvedimenti fiscali nazionali non coordinati attualmente al varo;
- ❖ assicurare il giusto contributo degli enti finanziari alla copertura dei costi della recente crisi, nonché la parità di condizioni con gli altri settori dal punto di vista fiscale;

---

<sup>96</sup> Si vedano Commissione Europea, Comunicazione del 10 ottobre 2010 “La tassazione del settore finanziario”, COM(2010)549; *Commission working staff document “Innovative financing at a global level”* del 01 aprile 2010, SEC(2010) 409.

<sup>97</sup> Cfr. Commissione Europea, Comunicazione del 28 settembre 2011 “*On a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*”; COM (2011)594. Per un'analisi economica più dettagliata del funzionamento della FTT, si rinvia a SCHULMEISTER S., *A general financial transaction tax: a Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal*, Vienna, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2009. Ancora pochi sono i contributi della dottrina tributaria sulla tema. Tra gli altri si rinvia a MOLINARO G., *L'Unione Europea propone l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie*, in *Corriere Tributario*, 42/2011, p. 3457 e ss.; VALENTE P., *La Financial Transaction Tax nel dibattito comunitario*, in *Rivista della Guardia di Finanza*, n. 3/2012, pp. 407 e ss.

- ❖ creare i disincentivi opportuni per le transazioni che non contribuiscono all'efficienza dei mercati finanziari, integrando le misure regolamentari mirate a evitare crisi future.

La proposta, inoltre, si inserisce nel più ampio programma di riforma dell'intero comparto finanziario europeo, ritenuto fondamentale per il miglioramento dei meccanismi di regolamentazione e di vigilanza dei mercati finanziari europei.

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 esser completata entro il 31 dicembre 2013. Ben presto, però, si è resa 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”<sup>98</sup>.

Molteplici questioni furono affrontate durante il dibattito parlamentare.

In primo luogo, si iniziò a considerare la possibilità di procedere con l'introduzione dell'imposta anche in assenza di un coordinamento a livello europeo. A giudizio della Commissione, però, l'adozione dell'imposta in un numero limitato di Stati Membri avrebbe determinato una rilevante diminuzione di significato intrinseco della proposta, traducendosi in una frammentazione, anziché in un rafforzamento del mercato interno<sup>99</sup>. Inoltre,

---

<sup>98</sup> Cfr. Consiglio Economia e Finanza (ECOFIN), *3153 Sessione del Consiglio Economia e Finanza [comunicato stampa]*, 13 marzo 2012, Bruxelles, p. 6. Tale posizione fu ribadita dal ministro danese Margrethe Vestager, presidente del Consiglio, in occasione della discussione, in seno al Parlamento Europeo, su un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie del 23 maggio 2012. Si veda, Parlamento Europeo, *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>.

<sup>99</sup> 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

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 .

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 soprattutto alla ferma opposizione del Regno Unito e 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<sup>100</sup>. Dopo la fallimentare esperienza degli anni '80, dubbia era, secondo le autorità svedesi, la fattibilità stessa di un'imposta sulle transazioni finanziarie.

Per spingere i due Stati membri a rivedere le proprie posizioni in materia e, al contempo, limitare le opportunità di elusione del tributo, 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<sup>101</sup>, tale per cui la validità legale della transazione viene riconosciuta solo in seguito al versamento dell'imposta, principi, come si è visto nei paragrafi

---

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.

<sup>100</sup> RICHARD S., *La taxe européenne sur les transactions financières : Du principe à la mise en oeuvre*, Fondation Robert Schuman Policy Paper, *Question d'Europe*, n. 269, 2013, 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>

<sup>101</sup> Favorevole ad entrambi gli emendamenti era il Comitato Economico e Sociale Europeo. 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.

precedenti, alla base della *stamp duty* della Gran Bretagna<sup>102</sup>. Si discusse, infine, circa la necessità di rendere esenti da imposizione i fondi pensione e gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari<sup>103</sup>.

L'esito del dibattito portò all'approvazione della proposta in parola, con alcuni emendamenti, da parte del Parlamento Europeo<sup>104</sup> e del Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE), rispettivamente il 23 maggio 2012 e il 29 marzo 2012. Le modifiche della proposta iniziale riguardarono l'integrazione del principio di residenza con quello dell'emissione e della proprietà (emendamenti 13, 16, 18 e 19), l'esenzione dei fondi pensione (emendamento 15), l'ampliamento della base imponibile anche alle transazioni sul mercato valutario a pronti (emendamento 14) ed, infine, la previsione di un'aliquota fiscale 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 (...)", preposto a sorvegliare "*le transazioni finanziarie al fine di*

---

<sup>102</sup> 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. In realtà, come evidenziato nel secondo capitolo, 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 all'imposta sulle transazioni finanziarie*" portando ad ipotizzare una "*extraterritorialità dell'imposta*". Cfr. Senato francese, *La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en oeuvre*, Rapport d'information n. 259 (2012-2013) de Mme Fabienne Keller (sénateur) fait au nom de la Commission des affaires européennes, 21 décembre 2012, pp. 22-23. Disponibile all'indirizzo: [http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-259\\_mono.html](http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-259_mono.html). Inoltre, invece che comportare una migrazione delle transazioni, l'imposta sulle transazioni finanziarie europea avrebbe piuttosto determinato una delocalizzazione delle istituzioni finanziarie.

<sup>103</sup> Fortemente contrari erano Anni Podimata e Algirdas Šemeta giacché tale emendamento avrebbe 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

<sup>104</sup> Cfr. Parlamento Europeo, Risoluzione del 23 maggio 2012 sulla proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE.

*individuare sistemi di evasione, proporre contromisure e coordinarne l'attuazione a livello nazionale laddove necessario*" (emendamento 29), specificando che le misure atte a *"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 della FTT 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, nel corso dei meeting ECOFIN dell'estate 2012, si constatò nuovamente l'impossibilità di ottenere un consenso unanime: in tale occasione, infatti, fu chiaro che, a causa delle divergenze fondamentali e insormontabili di opinione esistenti tra i 27 Stati membri dell'UE, fosse impossibile raggiungere l'unanimità di tutti gli Stati entro un periodo di tempo ragionevole.

Ciononostante, alcuni Stati membri hanno espresso la volontà di proseguire con l'introduzione della *Financial Transaction Tax*. Pertanto, nel settembre 2012, undici Stati membri (Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia) hanno richiesto ufficialmente alla Commissione l'autorizzazione a procedere con il meccanismo della cooperazione rafforzata<sup>105</sup> in materia di

---

<sup>105</sup> La cooperazione rafforzata è una procedura decisionale disciplinata dall'articolo 20 del Trattato sull'Unione europea (TUE) e dagli articoli 326 e seguenti del Trattato sul funzionamento della UE (TFUE). Tale procedura permette agli Stati membri che vi partecipano (con una soglia minima fissata dal Trattato di Lisbona di nove Stati membri) di organizzare una cooperazione più approfondita su determinate materie che non rientrano nella competenza esclusiva della Comunità. Le cooperazioni hanno l'obiettivo di rafforzare il processo di integrazione dell'Unione senza tuttavia danneggiare il mercato interno e la coesione economica e sociale. Queste, inoltre, non possono costituire un ostacolo né una discriminazione per gli scambi tra gli Stati membri, né possono provocare distorsioni di concorrenza tra questi ultimi (articolo 326 del TFUE). Le cooperazioni, infine, sono aperte alla partecipazione di tutti gli Stati membri al momento della loro instaurazione e in qualsiasi altro momento purché lo Stato membro che vi vuole aderire si conformi alle decisioni prese nel quadro della cooperazione rafforzata. Per quanto riguarda le spese derivanti dall'attuazione di una cooperazione rafforzata, ai sensi dell'articolo 332 del TUE, quelle diverse dalle spese amministrative che devono sostenere le istituzioni sono a carico degli Stati membri partecipanti, salvo che il Consiglio, deliberando all'unanimità dei membri previa consultazione del Parlamento europeo, non disponga altrimenti.

imposta sulle transazioni finanziarie, sulle basi della proposta presentata dalla Commissione nel 2011.

La Commissione ha valutato attentamente tale richiesta, a fronte dei criteri per una “cooperazione rafforzata” previsti nel Trattato. In particolare, è stato stabilito che una “cooperazione rafforzata” sulla *Financial Transaction Tax* non avrebbe avuto un impatto negativo sul mercato interno o su obblighi, diritti e competenze degli Stati membri non partecipanti.

Sulla base di tale valutazione, la proposta ha ottenuto il sostegno del Parlamento europeo nel dicembre 2012 e l’approvazione del Consiglio ECOFIN nel gennaio 2013.

L’UE arriva così a un passaggio storico: è la prima volta che un gruppo limitato di Paesi membri viene autorizzato a procedere con una propria normativa in materia fiscale<sup>106</sup>.

Il 14 febbraio 2013, la Commissione europea ha, quindi, presentato una proposta di direttiva<sup>107</sup> che autorizza la cd. “cooperazione rafforzata” sulla *Financial Transaction Tax*. Come richiesto dagli undici Stati membri, la proposta del 14 febbraio 2013 rispecchia la portata e gli obiettivi di quella originaria sulla *Financial Transaction Tax*, ma ha anche l’obiettivo di rafforzare le norme antiabuso e le cd. “*anti-relocation rules*”.

### **3.2 ELEMENTI ESSENZIALI DEL TRIBUTO**

La proposta adottata ai fini della cooperazione rafforzata mantiene gli stessi principi ed obiettivi di quella originaria del 2011<sup>108</sup>, salvo apportarvi

---

<sup>106</sup> L’“accordo odierno” spiega Algirdas Semeta (2013), Commissario europeo alla Fiscalità “è una tappa importante perché getta la strada per gli Stati più ambiziosi, che vorranno procedere anche in materia fiscale quando non c’è l’unanimità. Per la prima volta si applica una tassa a livello regionale”. Il testo integrale del Commissario è consultabile all’indirizzo web [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-13-124\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-124_en.htm)

<sup>107</sup> Cfr. COM(2013) 71 final. Il documento è disponibile al seguente indirizzo web [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/com\\_2013\\_71\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2013_71_en.pdf)

<sup>108</sup> Per una disamina della proposta di direttiva si rinvia a PARISOTTO R., *La direttiva UE sulla Tobin Tax*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, p. 75-82; GRIFFITH-JONES S., PERSAUD A., *Financial Transaction Tax*, 2012.



alcuni adeguamenti per tener conto del nuovo contesto territoriale dovuto al fatto che la stessa verrà applicata limitatamente ai soli Stati partecipanti.

### **3.2.1 PRESUPPOSTO E AMBITO APPLICATIVO DEL TRIBUTO**

Sotto il profilo oggettivo, la direttiva si applica a *“tutte le transazioni finanziarie, a condizione che almeno una delle parti coinvolte nella transazione sia stabilita sul territorio di uno Stato membro partecipante e che alla transazione prenda parte un ente finanziario stabilito sul territorio di uno Stato membro partecipante, che agisca per conto proprio o per conto di altri soggetti oppure a nome di uno dei partecipanti alla transazione”*.

L’ambito oggettivo della FTT è, dunque, più ampio di quello dell’antenata Tobin Tax: l’imposta si applica alle operazioni di *trading* in derivati, prodotti finanziari strutturati<sup>109</sup>, *equity* e *bond*, realizzate sul mercato secondario e poste in essere dagli istituti finanziari o per il loro tramite ovvero quando la transazione abbia ad oggetto uno strumento finanziario emesso da persone giuridiche stabilite negli Stati partecipanti.

Nella nozione di strumento finanziario rientrano, altresì, le quote o azioni di organismi d’investimento collettivo (compresi OICVM e fondi d’investimento alternativo), nonché gli strumenti del mercato monetario, ad eccezione degli strumenti di pagamento.

Il campo di applicazione, inoltre, non si limita al trasferimento di proprietà dello strumento finanziario, ma si concretizza nell’assunzione dell’obbligo, a seconda che l’ente finanziario coinvolto assuma o meno il rischio intrinseco in un determinato strumento finanziario (“acquisto e

---

<sup>109</sup> Per prodotti strutturati s’intendono i titoli negoziabili o altri strumenti finanziari offerti tramite cartolarizzazione ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 36 della Direttiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, o transazioni equivalenti che implicano il trasferimento di rischi diversi dal rischio di credito.

vendita”)<sup>110</sup>. Per i contratti derivati che generano la consegna di strumenti finanziari, oltre al contratto derivato imponibile sono assoggettati ad imposizione anche gli strumenti finanziari sottostanti, purché vengano soddisfatte tutte le altre condizioni necessarie per la tassazione. Rientranti sono, inoltre, i prodotti strutturati, i valori mobiliari negoziabili o altri strumenti finanziari offerti tramite cartolarizzazione. Tale categoria di prodotti comprende in particolare talune note, *warrant*, certificati, nonché cartolarizzazioni bancarie.

Oggetto d'imposizione sono, dunque, tutte le transazioni finanziarie che comportano:

- a) l'acquisto e la vendita di uno strumento finanziario prima della compensazione e del regolamento, compresi i contratti di vendita con patto di riacquisto e di acquisto con patto di rivendita, nonché i contratti di concessione e assunzione di titoli in prestito;
- b) 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, se non soggetta alla lettera a);
- c) la stipula o modifica di contratti derivati;
- d) le operazioni in valuta a pronti, tranne nei casi in cui sono direttamente correlate alle attività commerciali di una controparte non finanziaria<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> Nel caso di trasferimento infragruppo, quindi, se gli strumenti finanziari il cui acquisto o la cui vendita sono imponibili vengono trasferiti tra entità del gruppo, tale trasferimento è imponibile anche se non costituisce un'operazione di acquisto o di vendita.

<sup>111</sup> Tali operazioni sono state aggiunte al novero delle transazioni finanziarie rilevanti ai fini dell'imposta mediante emendamento del Parlamento Europeo. Questa formulazione non appare sufficientemente chiara ed è destinata a creare problemi interpretativi, tenendo presente che le stesse operazioni *import-export* vedono la presenza della banca come intermediario. In particolare, non è chiaro se l'imposta si applica solo ai derivati su valute oppure alla generalità delle operazioni in valuta a pronti. La distinzione tra mercati valutari e mercati dei derivati su valute, non è di poco conto visto che una tassazione delle operazioni su valute sui mercati spot violerebbe il principio comunitario della libera circolazione dei capitali. Vedi *infra* par. 3.6.

Ai fini dell'imposizione, si considerano sia gli scambi effettuati nei mercati regolamentati, sia le transazioni realizzate *over the counter*. Anzi, gli Stati membri sono tenuti ad applicare aliquote fiscali inferiori sulle transazioni finanziarie in borsa rispetto a quelle fuori borsa, appunto per *“rafforzare la posizione negoziale in borsa, che è rigorosamente regolamentata, controllata e trasparente, rispetto alle operazioni fuori borsa che invece non presentano queste caratteristiche. In questo modo sarà possibile operare un cambiamento negli scambi, passando da mercati poco o affatto regolamentati a borse sottoposte a una regolamentazione e a un controllo rigorosi.”*<sup>112</sup>

Per chiare ragioni di politica monetaria, restano escluse dal campo di applicazione della Direttiva tutte le operazioni effettuate sul mercato primario e quelle realizzate con enti sovranazionali, con la BCE e con le banche centrali nazionali<sup>113</sup> per evitare ripercussioni sulle possibilità di rifinanziamento degli enti finanziari che innescherebbero un'ulteriore crisi di liquidità del settore.

Tuttavia, tale eccezione non riguarda le operazioni che, benché realizzate sul mercato primario, sono costituite dall'emissione e dal rimborso di azioni e di quote di organismi di investimento collettivo e fondi di investimento alternativi, che invece sono espressamente ricompresi nel campo di applicazione del FTT. La loro esclusione avrebbe, difatti, creato un contrasto con la definizione di strumento finanziario accolta dalla cd. Direttiva MiFID<sup>114</sup> che espressamente ricomprende *“le quote di organismi di investimento collettivo”*.

Il contro-bilanciamento di questa previsione è rappresentato, tra l'altro, dall'esclusione dei fondi pensione e degli enti pensionistici aziendali<sup>115</sup> dall'ambito degli enti finanziari soggetti a tassazione. La definizione di enti

---

<sup>112</sup> Cfr. Relazione di accompagnamento alla COM (594) 2011.

<sup>113</sup> Ne consegue che risultano esenti da imposta, ad esempio, la stipula di contratti assicurativi, i prestiti ipotecari, i crediti al consumo, i servizi di pagamento, ecc.

<sup>114</sup> Si tratta della Direttiva 2004/39/CE recepita in Italia con D.lgs. n.164/07.

<sup>115</sup> Cfr. art. 6, lettera a), della Direttiva 2003/41/CE.

finanziari accolta nella Risoluzione del Parlamento Europeo comprende le imprese d'investimento, i mercati organizzati, gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e riassicurazione, gli organismi d'investimento collettivo e i loro gestori, le società di partecipazione, le società di *leasing* finanziario e le società veicolo, mentre esclude definitivamente i fondi pensione e i loro gestori. Da ultimo la direttiva, in via residuale, stabilisce che debba essere considerato ente finanziario ogni altra impresa, istituzione, organismo o persona che svolga talune attività finanziarie (come appunto la negoziazione di uno strumento finanziario) purché il valore medio annuo delle sue transazioni finanziarie rappresenta più del 50% del suo fatturato annuo netto medio. Non vengono, invece, considerati enti finanziari, in quanto non considerati impegnati di per sé in attività di negoziazione finanziaria e, quindi, non imponibili le transazioni effettuate da questi soggetti: le controparti centrali, i depositari centrali di titoli e i depositari centrali internazionali di titoli, gli Stati membri, inclusi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico. Da sottolineare che la non imposizione di tali soggetti, tuttavia, non preclude l'imposizione della loro controparte.

### **3.2.2 TERRITORIALITÀ DELL'IMPOSTA**

La questione relativa alla territorialità della FTT si pone sia in considerazione della natura transnazionale delle transazioni finanziarie (che coinvolgono Stati diversi e operatori di diverse nazionalità), sia dell'elevata mobilità dei capitali a livello globale.

Al fine di definire la giurisdizione fiscale alla quale è attribuito il diritto di imposizione, il diritto internazionale tributario prevede alcune regole o principi. In generale il diritto all'imposizione è regolato dalla sovranità di ogni singolo Stato, che la esercita sulla base del criterio di collegamento con il soggetto obbligato. Il collegamento del contribuente con uno Stato può essere di natura personale o di natura economica. Nel primo caso è

costituito dalla residenza o nazionalità, secondo il cd. principio della residenza; nel secondo caso dagli interessi economici che sorgono in virtù delle attività economiche, in generale fonti di reddito, portate avanti dal soggetto in un determinato territorio, e a prescindere dai legami di natura personale con lo Stato interessato, secondo il cd. principio della fonte e/o della territorialità. Tendenzialmente gli Stati adottano entrambi i principi, secondo un sistema “dualistico”, che assoggetta da una parte i residenti su base mondiale, dall’altra i non residenti per quelle attività economiche che utilizzano mezzi economici situati all’interno dei confini nazionali. Naturalmente l’applicazione unilaterale di un principio piuttosto che di un altro può far nascere problemi di doppia imposizione, che vengono generalmente risolti a livello bilaterale o multilaterale proprio attraverso le convenzioni internazionali contro la doppia imposizione. Nel caso della tassazione su base mondiale, inoltre, non potendo uno Stato esercitare la propria sovranità al di fuori della propria giurisdizione, è richiesto un alto livello di cooperazione amministrativa al fine di contenere il fenomeno dell’evasione.

Per quanto riguarda l’imposta sulle transazioni finanziarie, il principio della residenza fiscale della controparte era, inizialmente, l’unico previsto dalla Commissione Europea. L’applicazione del principio della fonte, pur presentando molti vantaggi i termini di costi amministrativi<sup>116</sup> e di contenimento del rischio di doppia imposizione o di non imposizione, avrebbe comportato una concentrazione del gettito negli Stati in cui sono stabiliti i principali centri finanziari (nel caso europeo Regno Unito e

---

<sup>116</sup> L’applicazione del principio della fonte avrebbe attribuito a un determinato Stato il diritto impositivo su tutte le transazioni eseguite all’interno del suo territorio, a prescindere dalla residenza fiscale delle parti coinvolte nella transazione. Considerato che la maggior parte delle transazioni finanziarie viene eseguita in Borsa o attraverso piattaforme centralizzate di trading, la riscossione dell’imposta sarebbe stata effettuata in modo automatizzato, attraverso un software dalle piattaforme di trading centralizzate, borse regolamentate o altre piattaforme elettroniche, senza dover identificare la parte coinvolta nella transazione. Sul punto si rinvia a Commissione Europea 2011, allegato 7.

Germania), oltre a causare, con maggiore probabilità, una ricollocazione delle transazioni nelle giurisdizioni in cui non è applicata la FTT.

Tuttavia, anche il principio della residenza presenta taluni svantaggi, riconducibili per lo più agli elevati costi di accertamento e riscossione, pur garantendo una maggiore equità della distribuzione del gettito fiscale tra gli Stati. È, inoltre, opportuno sottolineare che l'applicazione del principio della residenza da solo avrebbe potuto generare alcune distorsioni, per il fatto che gli operatori non residenti, in quanto esclusi dall'applicabilità dell'imposta, avrebbero avuto maggiori incentivi degli operatori residenti negli Stati che applicano la FTT ad investire nelle imprese stabilite in questi ultimi.

Proprio per eliminare una simile distorsione, uno dei più importanti emendamenti all'originaria proposta di direttiva presentata al Parlamento Europeo prevedeva di integrare il principio della residenza con quello del luogo dell'emissione. Si tratta di un criterio "ibrido" attraverso il quale sono tassate tutte le transazioni finanziarie riferite a titoli emessi nello Stato che applica l'imposta, a prescindere dalla residenza di chi le esegue (come il principio della fonte), ma anche a prescindere dal luogo in cui sono eseguite (come permette il principio della residenza). Esso non implica una imposizione sull'emissione dei titoli, ma semplicemente l'imposizione su transazioni qualificate ai fini fiscali secondo la giurisdizione in cui sono emessi, limitando il campo di applicazione dell'imposta al mercato secondario<sup>117</sup>.

A seguito della decisione del Consiglio UE 2013/52/UE del 22 gennaio 2013, in tema cooperazione rafforzata per l'adozione della FTT, il criterio

---

<sup>117</sup> Questo principio è molto simile a quello adottato dalla *stamp duty* inglese, imposta di registro in vigore dal 1986 che viene prelevata in modo automatizzato sui trasferimenti di proprietà di titoli emessi da imprese registrate e stabilite nel Regno Unito (a prescindere dalla residenza degli operatori coinvolti, e dal luogo in cui avviene la transazione). Come esplicitato nel secondo capitolo, l'esempio inglese mostra in realtà che l'applicazione di questo principio non ha prodotto una migrazione delle transazioni e degli investimenti, come solitamente accade in conseguenza dell'adozione del principio della fonte. Il meccanismo che ha reso particolarmente efficace il principio in questione è stata la previsione di subordinare il riconoscimento legale della proprietà dei titoli, emessi dalle imprese inglesi, al pagamento dell'imposta.

dell'emissione è stato definitivamente acquisito nella successiva proposta di direttiva attuativa di tale decisione.

La proposta di direttiva del 14 febbraio 2013 sulla FTT prevede, dunque, che l'imposta sulle transazioni finanziarie si applichi alternativamente quando:

a) almeno una delle parti coinvolte nella transazione è stabilita in uno Stato partecipante e un ente finanziario stabilito sul territorio di uno Stato partecipante è parte coinvolta nella transazione, agendo per conto proprio o per conto di altri soggetti oppure agendo a nome di una delle parti della transazione (**principio della residenza**);

b) la transazione ha ad oggetto uno strumento finanziario emesso da persone giuridiche registrate in uno degli undici Stati partecipanti (**principio dell'emissione**).

Più precisamente, l'imposta viene applicata dallo Stato Membro sul cui territorio è stabilito l'ente finanziario che partecipa alla transazione, agendo per conto proprio o per conto di altri soggetti oppure agendo a nome di una delle parti coinvolte nella transazione<sup>118</sup>.

Qualora gli enti controparte della transazione siano residenti in Stati aderenti diversi, ognuno degli Stati ha la competenza di assoggettare la transazione all'imposta nel proprio territorio, provvedendo alla sua riscossione in base all'aliquota nazionale<sup>119</sup>. Inoltre, qualora gli enti non

---

<sup>118</sup> Ai sensi dell'art. 4 della proposta di Direttiva in parola, un ente finanziario si intende «stabilito» sul territorio di uno Stato membro quando si verifica almeno una delle seguenti condizioni: a) è stato autorizzato dalle Autorità di tale Stato membro ad agire in tale veste in relazione alle transazioni incluse nell'autorizzazione; b) ha la sede legale in tale Stato membro; c) ha il suo indirizzo permanente o la sua residenza abituale in tale Stato membro; d) ha una succursale in tale Stato membro; e) partecipa, agendo per conto proprio o per conto di altri soggetti, o agisce a nome di uno dei partecipanti, ad una transazione finanziaria con un altro ente finanziario stabilito in tale Stato membro o con un partecipante stabilito nel territorio di tale Stato membro che non sia un ente finanziario. Di difficile interpretazione, invece, è la previsione secondo la quale «*un ente finanziario non si considera stabilito sul territorio di uno Stato membro (...) se il soggetto responsabile del versamento della FTT dimostra che non vi è alcun collegamento tra la sostanza economica della transazione e il territorio di qualsiasi Stato membro*».

<sup>119</sup> Siffatta previsione è coerente con quanto disposto dall'art. 9 della Proposta di Direttiva in tema di obblighi di versamento, ma potrebbe creare problemi di doppia imposizione. Vedi infra par. 3.6.

siano stabiliti in uno Stato membro ma una delle parti coinvolte nella transazione è residente in uno Stato partecipante, gli enti finanziari vengono considerati stabiliti in tale Stato e la transazione diviene imponibile.

Infine, qualora nessuna delle parti coinvolte nella transazione sia stabilita in uno Stato membro partecipante, la FTT viene applicata anche a quelle transazioni finanziarie negoziate appunto da enti situati in Stati non partecipanti purché gli strumenti finanziari siano stati emessi all'interno di uno dei Paesi dell'area FTT.

Sembra chiaro, dunque, che l'adozione del principio dell'emissione abbia esteso la portata della FTT ben oltre i confini dei mercati europei, risolvendo alla radice i problemi legati alle transazioni realizzate in mercati extra-UE.

Tuttavia, senza voler anticipare quanto verrà più ampiamente argomentato nei par. 3.6 e 3.7, è possibile sin d'ora sottolineare che è altrettanto vero che tale estensione extra-territoriale dell'imposta, anche alla luce del ricorso alla cooperazione rafforzata, rappresenta uno degli aspetti più controversi e dibattuti. In più occasioni, la FTT è stata appellata come “illegittima” e “discriminatoria” in quanto il criterio dell'emissione rende di fatto soggetti all'imposta anche i Paesi europei che non hanno aderito alla meccanismo della cooperazione rafforzata. Tant'è che tra i motivi del ricorso presentato dal Regno Unito contro la decisione del Consiglio Europeo che autorizza il ricorso a tale meccanismo, spicca in particolare la richiesta di annullamento per l'illegittimità del presupposto territoriale della FTT, in quanto gli effetti extraterritoriali derivanti dall'adozione di un siffatto presupposto arrecherebbero pregiudizio agli interessi nazionali<sup>120</sup>. Secondo il Regno Unito, invero, il presupposto territoriale sarebbe illegittimo in quanto la sua efficacia extraterritoriale non troverebbe fondamento nel diritto internazionale consuetudinario, che consentirebbe un'efficacia

---

<sup>120</sup> Sui motivi dedotti nel ricorso di annullamento presentato dal Regno Unito il 18 aprile 2013, nonché sulla relativa decisione della Corte di Giustizia Europea, si rinvia al par. 3.7.



extraterritoriale del tributo soltanto ove fosse possibile individuare un collegamento effettivo tra il soggetto/oggetto del tributo e il territorio dello Stato . Senza contare che esso sarebbe contrario all'art. 327 TFUE, nella misura in cui gli effetti extraterritoriali dell'imposta interferiscono con le competenze, i diritti e gli obblighi che non partecipano alla procedura di cooperazione rafforzata.

### **3.2.3 ESIGIBILITÀ, BASE IMPONIBILE, ALIQUOTE E MODALITÀ DI VERSAMENTO**

Stabilire il momento in cui la FTT diventa esigibile è propedeutico alla determinazione della base imponibile. A tal fine, il legislatore può considerare tre diversi criteri o regole: la regola della cassa (*cash principle*); la regola della competenza economica (*accrual principle*); una regola ibrida (*hybrid rule*). Secondo il principio di cassa, una transazione si considera effettuata solo nel momento in cui avviene il pagamento relativo a una transazione, non rilevando il momento in cui sorge un trasferimento legale della proprietà dello strumento. Il principale problema connesso all'applicazione di questa regola è, però, il rischio che gli operatori posticipino il pagamento dell'imposta, negoziando ritardi nei pagamenti previsti dalla transazione, al solo fine di eludere temporaneamente l'imposta.

In base al criterio della competenza, invece, una transazione si considera effettuata, ai fini della FTT, quando avviene il trasferimento legale della proprietà, o quando il contratto finanziario entra in vigore. Questa regola riduce il rischio che gli operatori posticipino i pagamenti, al fine di eludere il pagamento dell'imposta, in quanto tale pagamento è preteso nello stesso momento in cui sorgono i diritti e doveri connessi al trasferimento o all'emissione di uno strumento finanziario, a prescindere da quando avviene il pagamento.

La proposta di direttiva stabilisce che per ciascuna transazione finanziaria, la FTT diviene esigibile nel momento in cui la transazione si considera effettuata e, quindi, non necessariamente alla data di regolamento. Ne consegue che, eventuali rettifiche o annullamenti successivi della transazione non incidono sull'obbligatorietà dell'imposizione, salvo il caso in cui gli stessi derivino da errori materiali<sup>121</sup>. Pertanto, adottando il principio della competenza per determinare il momento in cui la FTT diventa esigibile, la base imponibile tendenzialmente deve essere determinata nel momento in cui avviene il trasferimento di proprietà.

Per quanto riguarda le transazioni in derivati eseguite nei mercati regolamentati, invece, trattandosi di transazioni a esecuzione differita, la transazione si considera eseguita alla data di scadenza anche se il presupposto si verifica al momento della stipula (o modifica, trasferimento, compravendita), anche se, come vedremo più avanti, per i contratti derivati sussistono numerosi profili di criticità anche con riferimento all'esigibilità del tributo (v. *infra* par. 3.5 ).

La determinazione della base imponibile è strettamente legata alla funzione attribuita all'imposta di strumento correttivo delle esternalità prodotte dalla mera esecuzione di una transazione finanziaria, non rilevando a tal fine il fatto che la transazione produca utili o generi delle perdite. Ne consegue che, l'unico elemento rilevante per il calcolo della base imponibile sia rappresentato dal valore oggettivo degli strumenti scambiati al momento della transazione, e che i profitti o le perdite da essa derivanti non siano significativi, mentre lo sono al contrario per un'imposta sul *capital gain*, che persegue tutt'altra finalità.

La base imponibile varia a seconda dell'oggetto della transazione:

---

<sup>121</sup> Cfr. Relazione di accompagnamento "Capo II" par. 3.3.2 e l'art. 4 della Proposta di Direttiva.

❖ in caso di acquisto, vendita, trasferimento, stipula e/o modifica dei contratti derivati, la base imponibile è costituita dal nozionale<sup>122</sup> e in presenza di più nozionali da quello di importo più elevato;

❖ in caso di acquisto, vendita, trasferimento, stipula e/o modifica di strumenti finanziari diversi dai derivati la base imponibile è rappresentata in linea generale dal corrispettivo, e comunque dal maggior valore tra il corrispettivo e il valore di mercato<sup>123</sup>.

In entrambi i casi, si prevede che, qualora la base imponibile determinata sia espressa in una valuta diversa da quella dello Stato membro partecipante che deve applicare la tassazione, essa debba essere convertita in valuta nazionale e il tasso di cambio deve essere l'ultimo tasso di vendita registrato, nel momento in cui la tassa diviene esigibile, sulla borsa valori più rappresentativa dello Stato membro o a un tasso di cambio determinato con riferimento a tale mercato in conformità alle norme stabilite dallo Stato in questione.

Vista la diversità, per natura e caratteristiche, degli strumenti finanziari rilevanti, si è reso necessario differenziare le modalità di determinazione della base imponibile per categorie omogenee di transazioni. Specularmente, anche le aliquote previste sono differenziate in ragione delle metodologie applicabili per la determinazione dell'imponibili: la struttura dell'imposta prevede l'applicazione di un'aliquota minima dello 0,1% per le transazioni che hanno ad oggetto lo scambio di azioni ed obbligazioni, ovvero dello 0,01% per le operazioni su derivati. Si ritiene,

---

<sup>122</sup> Il valore nozionale (*notional value*) di un derivato è tendenzialmente costituito dal valore nominale dell'attività finanziaria sottostante. I derivati possono essere espressi anche a valori lordi di mercato (*gross market value*), cioè ai valori effettivi in cui si concreta il contratto derivato. Tuttavia, è relativamente più semplice conoscere l'importo nominale del valore coinvolto che non il contenuto della sua liquidazione finale, anche perché questa può non realizzarsi secondo l'impegno iniziale e dare luogo a un rinnovo del contratto in forme nuove.

<sup>123</sup> La previsione riguarda in particolare i trasferimenti infra-gruppo che non sono coperti dai concetti di "acquisto" e "vendita" e le ipotesi in cui il corrispettivo stabilito dalle parti è inferiore al *fair value* dello strumento negoziato.

altresì, che esse siano fissate a un livello abbastanza alto da conseguire l'obiettivo di armonizzazione e, al contempo, abbastanza contenuto da minimizzare i rischi di delocalizzazione.

In ogni caso, per evitare distorsioni del mercato interno, sarebbe necessario concordare un livellamento automatico verso il minimo delle aliquote d'imposta adottate dai singoli Stati partecipanti, oltre alla predisposizione di disposizioni nazionali specifiche in grado di prevenire l'elusione, l'evasione e l'abuso dell'imposta.

Infine, per quanto riguarda le modalità di versamento, la proposta di Direttiva afferma che l'imposta sulle transazioni finanziarie *“deve concentrarsi sul settore finanziario in quanto tale, anziché sui cittadini”*. Di conseguenza, attribuisce la responsabilità del versamento dell'imposta agli enti finanziari in veste però di soggetti passivi della stessa<sup>124</sup>. Al tal fine, l'ente finanziario deve soddisfare l'unica condizione di essere parte coinvolta nella transazione, agendo per conto proprio o per conto di altri soggetti, oppure a nome di una delle parti della transazione. Qualora l'ente finanziario agisca per nome o per conto di un altro ente finanziario, solo quest'ultimo è tenuto al pagamento. In ogni caso, all'art. 10, comma 3 della direttiva, è previsto che ogni partecipante a una transazione, compresi i soggetti diversi dagli enti finanziari, sia responsabile in solido del versamento dell'imposta, qualora l'ente finanziario non l'abbia versata entro i tempi stabiliti.

Per garantire la massima copertura possibile delle transazioni e di assicurarne la riscossione, le istituzioni europee sottolineano il fatto che sia necessario stabilire una definizione più ampia possibile di ente finanziario. In tal senso, viene richiamata la definizione di cui all'allegato 2 della

---

<sup>124</sup> E' questa una delle differenze più rilevanti con la normativa italiana sull'imposta in parola, nella quale, al contrario, gli enti finanziari sono tenuti al versamento dell'imposta in qualità di “responsabili d'imposta” in virtù del richiamo all' art. 64 dell'art. 64, comma 3, DPR n. 600/1973.

Direttiva MiFID<sup>125</sup>, che include in modo non esaustivo sotto la definizione di ente finanziario un gran numero di operatori. La definizione, ripresa dalla proposta di Direttiva sull'implementazione della FTT, identifica come “enti finanziari” le persone fisiche e giuridiche che sono abilitati dalla legge di uno Stato a svolgere servizi di negoziazione e intermediazione sui mercati finanziari, eseguendo ordini per conto dei loro clienti, concludendo accordi di acquisto o vendita di strumenti finanziari, sia all'interno sia al di fuori di mercati regolamentati; ovvero negoziando per conto proprio transazioni di strumenti finanziari, ossia impegnando posizioni proprie. Tra questi, sono inclusi i mercati regolamentati, le imprese d'investimento, i mercati organizzati, gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e riassicurazione, gli organismi d'investimento collettivo e i loro gestori, i fondi pensione e i loro gestori, le società di partecipazione, le società di leasing finanziario e le società veicolo. Inoltre, nella proposta di Direttiva, la definizione di enti finanziari è estesa nel senso di includere ogni altro soggetto che svolge attività finanziarie “su base significativa”, in particolare i cd. internalizzatori sistematici, imprese di investimento che negoziano per conto proprio in modo organizzato, frequente e sistematico al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, fornendo un sistema alternativo di negoziazione accessibile ai terzi; e i *market maker*, soggetti che si propongono su base continua sui mercati finanziari, come disposti a negoziare per conto proprio, impegnando posizioni proprie a prezzi da essi stabiliti (come definiti nella Direttiva MiFID). Discriminante è, dunque, la continuità, la frequenza e la dimensione delle operazioni concluse nell'ambito del servizio di intermediazione o di negoziazione. Di conseguenza, risultano esclusi dalla definizione di ente finanziario i soggetti fisici e giuridici che investono mezzi propri in attività di negoziazione a nome e conto proprio, senza

---

<sup>125</sup> MiFID, *Market in Financial Instrument Directive*, Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, 2004/39/CE, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

fornire servizi di investimento al pubblico, a meno che non rientrino appunto nelle suddette categorie.

Gli enti finanziari sono tenuti, inoltre, ad inviare alle autorità fiscali una dichiarazione contenente tutte le informazioni necessarie per calcolare la FTT, entro il decimo giorno del mese successivo al mese in cui l'imposta è divenuta esigibile<sup>126</sup>.

Ciascuno Stato membro è, infine, tenuto a stabilire gli obblighi procedurali (registrazione contabile e rendicontazione) per garantire il corretto assolvimento dell'imposta.

### **3.4. RISCOSSIONE, MISURE ANTI ELUSIVE E ANTI ABUSO**

Molti sono gli argomenti che inducono a preferire metodi di riscossione della FTT basati sul meccanismo della responsabilità di imposta mediante gli intermediari o le stanze di compensazione<sup>127</sup>. Il sistema di riscuotere l'imposta attraverso parti terze, come le stanze di compensazione, assicura, infatti, un tasso di evasione più contenuto, nella misura in cui una parte terza non ha incentivi a evadere come gli operatori del mercato in quanto principali obbligati.

Nella maggior parte degli Stati sono stabiliti uno o più mercati regolamentati in cui gli strumenti finanziari vengono negoziati per conto proprio o di terzi attraverso gli intermediari ammessi e registrati. Una volta avvenuta la negoziazione sui mercati, il trasferimento di proprietà dello strumento e il pagamento dell'associato corrispettivo avvengono nella fase del post-trading, all'interno delle Stanze di compensazione, attraverso il processo di *clearing* (conferma dei termini contrattuali) e *settlement* (la liquidazione) e la custodia degli strumenti finanziari è attribuita a un

---

<sup>126</sup> Per le transazioni effettuate in via elettronica, l'imposta è immediatamente esigibile e quindi il versamento deve essere eseguito immediatamente. In tutti gli altri casi, il versamento deve avvenire entro tre giorni lavorativi dalla data in cui l'imposta è divenuta esigibile.

<sup>127</sup> Per maggiori approfondimenti sull'argomento si rinvia a SCHULMEISTER S., *Implementation of a General Financial Transactions Tax*, Studio commissionato dalla Federal Chamber of Labour, Vienna: Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2011, p. 34-52.

depositario centrale dei titoli (ad esempio, in Italia, la Monte Titoli) che registra tutti gli avvenuti trasferimenti attraverso il sistema informatico. Il numero ridotto di intermediari e stanze di compensazione rispetto agli operatori di mercato consente di realizzare un meccanismo di riscossione più facilmente gestibile. Tale sistema può utilizzare gli intermediari oppure le stanze di compensazione come agenti di riscossione. Nel primo caso però rimarrebbe un certo rischio di evasione dovuto al fatto che gli intermediari potrebbero avere incentivi a non dichiarare interamente le loro obbligazioni fiscali, in riferimento alle transazioni eseguite per proprio conto. Nel secondo caso invece, poiché le stanze di compensazione non eseguono transazioni finanziarie, ma facilitano la negoziazione tra gli intermediari, la tendenza a versare l'imposta su tutte le transazioni può essere considerata particolarmente elevata e praticamente sicura.

La *stamp duty* nel Regno Unito è, ad esempio, accertata e riscossa direttamente dagli intermediari attraverso il sistema elettronico CREST, che svolge le attività di *clearing*, determinando gli obblighi contrattuali e di regolamento, e di *settlement*, realizzando il trasferimento degli strumenti e contante oggetto del contratto. Il CREST, basandosi sulle informazioni trasmesse dagli intermediari, accerta l'imposta e trasferisce il pagamento direttamente al governo.

Un sistema simile che sfrutta il ruolo centralizzato e fondamentale delle stanze di compensazione porterebbe grandi vantaggi amministrativi nell'implementazione della FTT, sia in termini di costi, sia in termini di minori rischi di evasione. D'altra parte, non può essere senz'altro sottovalutato il problema posto dagli strumenti scambiati *over the counter*. Fintanto che non sarà realizzata una efficace regolamentazione dei mercati OTC, gli strumenti derivati negoziati bilateralmente al di fuori delle stanze di compensazione e di ogni mercato regolamentato (come opzioni, *forward*, *swap*), pongono notevoli sfide all'applicazione della FTT. Per la maggior parte di questi strumenti la procedura appena considerata non potrebbe

applicarsi. Per questo tipo di strumenti la riscossione non può, infatti, basarsi sul ruolo delle stanze di compensazione e dovrà essere messo in atto un meccanismo diverso, senz'altro più vulnerabile ai rischi di evasione, ovvero il regime dell'autotassazione, in cui è l'operatore a riportare alle autorità fiscali la transazione eseguita<sup>128</sup>.

Le negoziazioni avvengono in modo assolutamente informale, molto spesso per telefono, direttamente tra le due controparti. Tuttavia, in seguito alla crisi finanziaria, un elemento cruciale della riforma del settore finanziario è proprio la regolamentazione dei derivati OTC. Alcune iniziative vanno in questo senso, come per esempio la nuova legislazione statunitense (adottata nel 2010) che introduce obblighi di registrazione per gli operatori che negoziano nei mercati OTC e di registrazione delle transazioni eseguite. Se inseriti in un quadro regolamentare più trasparente che ne permetta la tracciabilità, ad esempio attraverso il sistema delle stanze di compensazione o i depositi, evidentemente l'imposta potrebbe essere molto più efficace.

Sebbene i *trader* diano molta importanza alla certezza delle transazioni, i derivati OTC, negoziati in un ambiente senza regole, sono molto vulnerabili soprattutto se confrontati con gli strumenti negoziati sui mercati regolamentati e regolati dalle stanze di compensazione. Soprattutto dopo la crisi, con i numerosi default che hanno coinvolto i derivati, l'esigenza di proteggersi da questo tipo di rischi è aumentata. Il volume di controversie legali (su aspetti critici come la definizione del *credit event*, i termini contrattuali, la responsabilità fiduciaria di altri soggetti) è infatti notevolmente cresciuto.

Questo contesto è particolarmente favorevole dal punto di vista dell'applicazione dell'imposta. Permette, infatti, di introdurre consistenti incentivi ai *trader* a conformarsi alla legislazione, in modo da ridurre gli incentivi all'evasione. Se la validità legale delle transazioni OTC - e quindi

---

<sup>128</sup> Cfr. BRONDOLO J. D., *Taxing Financial Transactions*, op. cit., 2011, p. 29 e ss.



la possibilità di far valere i propri diritti in tribunale - fosse sottoposta al previo pagamento dell'imposta, i *trader*, che hanno l'esigenza di tutelarsi legalmente di fronte al non pagamento della controparte, sarebbe indotti a rispettare le loro obbligazioni fiscali, dichiarando le transazioni effettuate. Questo permetterebbe, inoltre, di contrastare il rischio di migrazione. Sottoporre il riconoscimento del valore legale degli strumenti derivati, e dunque la possibilità di adire i Tribunali nazionali, alla registrazione della transazione oggetto di controversia e al pagamento dell'imposta, potrebbe rendere meno conveniente per l'operatore concludere contratti derivati in un altro Stato che non gli offre le stesse garanzie di tutela legale.

In generale si può affermare che l'applicazione della FTT, in base ai principi che sono stati presi in esame (per determinare presupposto, base imponibile, aliquota etc.), è possibile anche nei confronti dei mercati OTC. I principi per la determinazione della base imponibile, dell'aliquota, dei soggetti passivi, sono gli stessi sia per gli strumenti scambiati in mercati regolamentati, sia per gli strumenti OTC. Le modalità di riscossione divergerebbero qualora fosse utilizzata la stanza di compensazione come agente di riscossione per il primo gruppo di strumenti. Per gli strumenti OTC l'unica opzione disponibile al momento, è infatti di dipendere dagli stessi operatori per la riscossione. Oltre ai meccanismi incentivanti, strumenti molto efficaci, la nuova legislazione fiscale dovrebbe prevedere un programma di *enforcement* molto forte basato su deterrenti e disincentivi. I costi pubblici di monitoraggio delle transazioni OTC potrebbero risultare molto elevati, per questo motivo incentivi e disincentivi sono indispensabili al fine di rendere più onerose per gli operatori le opzioni dell'evasione e dell'elusione.

Il livello di regolamentazione dei mercati e l'ammissione alla negoziazione delle transazioni eseguite tramite intermediari registrati, uniti alla relativa semplicità di determinare il momento in cui si verifica il presupposto e di calcolare la base imponibile, la possibilità di riscuotere

l'imposta attraverso le stanze di compensazione, facilita notevolmente l'implementazione dell'imposta in riferimento alle transazioni negoziate sui mercati regolamentati.

Per quanto riguarda, specificatamente, i meccanismi anti abuso, al fine di prevenire eventuali frodi o evasioni del tributo l'art. 13 della Proposta di Direttiva prevede alcune specifiche definizioni che possono essere così riassunte:

– una costruzione di puro artificio o una serie artificiosa di costruzioni che sia stata posta in essere essenzialmente allo scopo di eludere l'imposizione e che comporti un vantaggio fiscale deve essere ignorata;

– a tal fine per “costruzione” si intende una transazione, un regime, un'azione, un'operazione, un accordo, una sovvenzione, un'intesa, una promessa, un impegno o un evento;

– una costruzione o una serie di costruzioni è artificiosa se manca di sostanza commerciale.

Nel determinare se una costruzione o una serie di costruzioni sia artificiosa, gli Stati membri partecipanti devono valutare, in particolare, se comporta una o più delle seguenti situazioni:

a) la qualificazione giuridica delle singole misure di cui è composta la costruzione non è coerente con il fondamento giuridico della costruzione nel suo insieme;

b) la costruzione o la serie di costruzioni è posta in essere in un modo che non sarebbe normalmente impiegato in quello che dovrebbe essere un comportamento ragionevole in ambito commerciale;

c) la costruzione o la serie di costruzioni comprende elementi che hanno l'effetto di compensarsi o di annullarsi reciprocamente;

d) le transazioni concluse sono di natura circolare;

e) la costruzione o la serie di costruzioni comporta un significativo vantaggio fiscale, che tuttavia non si riflette nei rischi commerciali assunti dal contribuente o nei suoi flussi di cassa.

In ogni caso, al fine di contrastare la tendenza a fenomeni di elusione e di evasione, sarebbe necessario sviluppare un adeguato sistema di controllo e revisione, supportato da sanzioni anche penali. Un sistema che preveda alcune misure in grado di generare incentivi alla conformità fiscale può essere uno strumento molto utile a tal fine. Tale sistema potrebbe basarsi su meccanismi tali da condizionare la proprietà legale di uno strumento finanziario al pagamento dell'imposta; di imporre aliquote maggiori per gli strumenti finanziari trasferiti fuori dalla giurisdizione nazionale; dovrebbe inoltre garantire aliquote contenute e assicurare che gli strumenti che sono vicini sostituti degli strumenti finanziari siano anch'essi inclusi nell'ambito dell'imposta.

### **3.5 PROBLEMATICHE RELATIVE AI CONTRATTI DERIVATI**

I contratti derivati presentano numerosi profili problematici innanzitutto relativi all'individuazione del presupposto. Difatti, mentre per le transazioni finanziarie "tradizionali" è piuttosto agevole individuare un unico evento generatore costituito dal trasferimento o compravendita immediata di attività finanziarie, per quanto riguarda i contratti derivati è invece più complicato, in quanto questi sono caratterizzati dal fatto che la loro esecuzione è differita rispetto al momento della loro conclusione.

In questo caso, infatti, bisognerebbe determinare se i due momenti dell'assunzione degli impegni e dell'esecuzione della transazione configurino un contratto unico sotto il profilo giuridico, oppure due contratti autonomi e distinti l'uno dall'altro. Se i due momenti costituiscono due fasi di un unico contratto, come nel caso dei contratti a termine standardizzati o *future*, esiste un unico evento generatore. Se invece i due momenti della stipula e dell'esecuzione sono configurabili come due contratti autonomi, questi darebbero vita a due diversi eventi generatori, e come tali comporterebbero l'applicazione della FTT due volte.

Questa ipotesi si configura, ad esempio, nel **contratto di opzione** che, a differenza del *future*, non può essere considerato, per le sue caratteristiche giuridiche, un contratto a esecuzione differita<sup>129</sup>. Il contratto di opzione pone a carico dell'altra parte l'obbligo di mantenere ferma in modo irrevocabile la proposta di transazione, "in modo tale che l'accettazione di questa, da parte del beneficiario, determini perciò solo la conclusione del contratto finale"<sup>130</sup>. Il vantaggio attribuito al beneficiario dell'opzione è "economicamente valutabile e si traduce in un prezzo da pagare (il premio)"<sup>131</sup>. Ne consegue che l'opzione è un contratto che si perfeziona al momento della sottoscrizione, a cui segue eventualmente, previo consenso della parte beneficiaria, un secondo contratto, delineato nel contratto di opzione originario, dando vita ad un evento generatore autonomo che consiste in una vera e propria nuova transazione, benché già prevista nel contratto originario. Questo stesso ragionamento può essere esteso a tutti i contratti derivati che nel momento della stipula prevedono il pagamento di un premio, che funge da corrispettivo all'attribuzione di diritti o obblighi. Come abbiamo visto, infatti, il campo di applicazione della FTT non è limitato al trasferimento di proprietà, ma è esteso anche all'assunzione di obblighi o diritti riferiti ad attività finanziarie, economicamente valutabili e proprio per questo compensati dal pagamento di un corrispettivo.

Tra l'altro, taluni aspetti problematici possono configurarsi comunque anche nei contratti derivati a termine con un unico evento generatore,

---

<sup>129</sup> I *future* sono caratterizzati da un contratto che impegna le parti ad eseguire una transazione futura in una certa data a un determinato prezzo, i contratti di opzione possono essere qualificati come contratti che si perfezionano già al momento della loro conclusione, pur impegnando una parte a concludere un ulteriore contratto che si perfezionerà col consenso della controparte entro una certa data. Il contratto di opzione, invece, è definito come "il contratto derivato standardizzato che attribuisce ad una delle controparti, dietro pagamento di un corrispettivo detto premio, la facoltà di acquistare o vendere determinate attività finanziarie ad un certo prezzo entro un dato termine o alla scadenza di esso". Cfr. Regolamento Banca d'Italia del 2 luglio 1991, art.49, lettera a).

<sup>130</sup> Cfr. CORTI L., *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari. Profili giuridici, economici e finanziari*, RIOLO F. (a cura di), Roma, 1993, p. 125.

<sup>131</sup> Cfr. RIVELLINI F., *Aspetti giuridici delle opzioni finanziarie e delle opzioni su tassi d'interesse*, *Diritto & diritti*, 2004, <http://www.diritto.it/materiali/commerciale/rivellini2.html>.

questa volta con riferimento all'individuazione del momento in cui si genera il presupposto del tributo. Il contratto *future*, prevede infatti al momento della stipula o sottoscrizione esclusivamente l'assunzione di un impegno da parte di ambedue le parti a eseguire un trasferimento successivo di attività finanziarie sottostanti a un determinato prezzo. Tale trasferimento rappresenta appunto il presupposto d'imposta. Tuttavia, in molti casi le parti manifestino la volontà di dare esecuzione al contratto, non attraverso il trasferimento delle attività sottostanti nel numero indicato e al prezzo pattuito (*delivery price*), bensì attraverso la liquidazione della differenza tra il prezzo convenzionale e il prezzo ufficiale al giorno della scadenza (*spot price*). Lo scopo perseguito dalle parti, in questo genere di transazioni, è quello di guadagnare da un aumento di prezzo futuro (per l'acquirente) ovvero da una riduzione di prezzo futura (per il venditore) relativo a una attività sottostante, nel senso che una volta verificatosi l'evento incerto (il futuro prezzo di mercato del bene oggetto del contratto), entrambi procederanno subito alla vendita o acquisto dello stesso bene al fine di materializzare un guadagno. In questa logica, dunque, non è necessaria la consegna fisica del bene sottostante, per cui le parti si accordano sulla liquidazione per differenza tra *delivery price* e *spot price*. Tale differenza sarà corrisposta dall'acquirente, se il prezzo di mercato alla scadenza del contratto risultasse inferiore al *delivery price*, oppure dal venditore, se il prezzo di mercato alla scadenza del contratto risultasse superiore al *delivery price*. Pur non essendoci alcun trasferimento fisico dell'attività sottostante, è chiaro che il metodo della liquidazione per differenza presuppone "eseguiti" due trasferimenti: un primo trasferimento dal venditore all'acquirente al prezzo *delivery*, e un secondo trasferimento al prezzo *spot*.

Nel settore finanziario, i due metodi di esecuzione sono considerati equivalenti. Dal punto di vista fiscale e senza guardare all'operazione nella sua interezza, oggetto del contratto *future* rimane dal punto di vista giuridico la compravendita di attività finanziarie a un dato prezzo nel quale

le parti scelgono la liquidazione per differenza come mero metodo di pagamento. A ben guardare, invece, la sostanza dell'operazione, le parti eseguono due transazioni virtuali, dando così vita a due autonomi eventi generatori, con la conseguenza che il contratto dovrebbe essere soggetto a una doppia imposizione fiscale, una sulla vendita, e una sulla retrovendita, benché tali transazioni non vengano eseguite nella pratica<sup>132</sup>.

Le norme fiscali dovrebbero, quindi, prevedere opportuni meccanismi di riqualificazione dei contratti derivati così strutturati per fini anti elusivi e per ragioni di tutela fiscale<sup>133</sup>. Se così non fosse, tra l'altro, si genererebbero effetti distorsivi sul mercato tali da incentivare l'esecuzione di transazioni fittizie regolate per differenza, che non prevedono alcun reale investimento, e finalizzate a speculare sui differenziali di prezzo.

Alla luce di tali considerazioni, sembrerebbe ragionevole considerare i contratti regolati per differenza come costitutivi di due transazioni, assimilabili alla compravendita con patto di retrovendita, ovvero in alternativa potrebbe adottarsi il principio generale di considerare come unico presupposto d'imposta dei contratti derivati il momento della stipula e sottoscrizione, e applicare una aliquota raddoppiata<sup>134</sup>. Le medesime

---

<sup>132</sup> Dal contratto derivato *future* emerge infatti chiaramente l'impegno di realizzare in una certa data la cessione a titolo oneroso a un determinato prezzo di determinate attività finanziarie, e questo dà vita al primo presupposto d'imposta, che si verifica appunto con l'accordo di eseguire la vendita. La clausola però che obbliga le parti a corrispondersi il differenziale tra il prezzo di vendita e il prezzo di mercato, anziché trasferirsi le attività al prezzo di vendita, non può che dissimulare la retrovendita da eseguirsi al prezzo di mercato.

<sup>133</sup> Le tecniche normative adottate per riqualificare alcune forme negoziali consistono nell'estendere il regime di un atto tipico a uno che non ne presenta gli elementi formali, secondo la regola dell'"assimilazione", oppure quelle della presunzione legale, assoluta o relativa, della configurabilità di effetti ulteriori o diversi da quelli emergenti dal contratto registrato. Si tratta di una *fictio iuris* normalmente utilizzata nel diritto tributario. Per esempio, nel caso dell'imposizione IVA, sono assimilate alle cessioni di beni le vendite con riserva di proprietà, al fine di evitare un rinvio dell'imposizione IVA che è basata sulla realizzazione del presupposto del trasferimento di proprietà. Un altro esempio di riqualificazione di un contratto è il caso delle divisioni ai fini dell'imposta di registro. Se a un condividente vengono infatti assegnati beni per un valore eccedente quello spettante sulla massa comune, la divisione è considerata vendita, e non atto dichiarativo, come appare dal contratto, proprio in virtù del maggior valore acquisito, e come tale soggetta a imposta superiore. Per approfondimenti si rinvia, tra gli altri, a SANTAMARIA B., *Diritto tributario. Parte speciale. Fiscalità nazionale e internazionale*, Milano, 2009, p. 149; LA ROSA S., *Principi di Diritto Tributario*, Torino, 2009, p. 189 – 191.

<sup>134</sup> Come evidenziato da MATHESON T., *Taxing Financial Transactions*, op. cit., 2011, p. 29.

considerazioni, infine, valgono anche per i contratti derivati differenziali in senso stretto, ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati di vari Stati, cioè quelli in cui l'oggetto del contratto è costituito esplicitamente dalla "differenzialità" di valore tra prezzo di apertura e di chiusura moltiplicato per il numero di attività finanziarie indicate sul contratto, e non da un trasferimento o compravendita che si sceglie di regolare attraverso il pagamento per differenza<sup>135</sup>. Al pari dei future regolati per differenza, questi contratti permettono comunque alle parti di usufruire del vantaggio dell'effetto leva, in quanto l'investitore potrà acquistare un contratto differenziale senza dover mobilitare ingenti capitali e utilizzare l'intero valore della transazione.<sup>136</sup>

I contratti derivati ad esecuzione differita pongono numerose difficoltà anche con riferimento all'esigibilità del tributo. In particolare, è stato evidenziato come l'applicazione del principio della competenza necessariamente basata sul prezzo nozionale a tali tipologie di derivati, possa rivelarsi totalmente arbitraria o comunque non ragionevole<sup>137</sup>. Più precisamente, questo approccio comporterebbe il rischio di considerare effettuata una transazione non ancora eseguita, come nel caso delle opzioni, oppure di applicare una imposizione sproporzionata rispetto al reale valore della transazione, nel caso in cui l'imposta sia applicata sul valore nozionale del contratto *future* anziché sul pagamento per differenza tra valore nozionale e valore di mercato futuro. In questo caso la transazione eseguita sarebbe infatti nettamente inferiore.<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Parte della dottrina considera questi contratti giuridicamente distinti dai derivati con metodi pagamento per differenza. Si vedano, in tal senso, CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, p. 306 e GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 191. In senso contrario, autorevole dottrina ha ritenuto priva di fondamento la categoria stessa dei contratti differenziali, in base alla convinzione che questi rimangano compravendite anche se eseguiti dalle parti attraverso la liquidazione per differenza. Cfr. VASSALLI F., *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Studi giuridici*, Milano, vol. II, 1960, p. 143 ss.

<sup>136</sup> Cfr. DEL BENE F., *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009, p. 159

<sup>137</sup> Cfr. BRONDOLO J., op. cit., 2011, p. 1.

<sup>138</sup> Sul punto si veda BRONDOLO J. D., *Taxing Financial Transaction*, op. cit., 2011, pp. 12–13. L'Autore suggerisce l'applicazione di una regola ibrida che tenga conto delle differenti

Tale affermazione, però, non pare del tutto condivisibile. Difatti, sulla base del ragionamento esposto relativamente alla determinazione del presupposto nel caso di contratti di opzione e contratti *future* regolati per differenza, il criterio di cassa sembra inadeguato a cogliere la vera natura della transazione in quanto trascura il dato che il pagamento per differenza rappresenta in realtà la conseguenza delle obbligazioni assunte al momento della sottoscrizione del contratto, e che tale contratto di vendita a termine, a prescindere dall'accordo sulla forma di pagamento, costituisce il presupposto fiscale. Obiettivo della FTT è quello di colpire la transazione nel suo valore oggettivo, non le plusvalenze incassate in forma di corrispettivo da una compravendita. al valore indicato sul contratto. Se tale guadagno netto presuppone due transazioni distinte, tali transazioni dovrebbero essere entrambe sottoposte alla FTT in quanto rappresentanti due autonomi eventi generatori<sup>139</sup>. In tal senso, invece, quello che sembra condivisibile è l'opportunità di adottare un approccio ibrido che determina il momento in cui si verifica il primo evento generatore secondo il principio della competenza, e il secondo evento generatore (ossia il pagamento del differenziale e/o del premio) secondo il principio di cassa. Altrimenti, data l'impossibilità di considerare realizzato il pagamento del differenziale già nel momento della stipula o sottoscrizione del contratto, l'imposta non potrebbe considerarsi esigibile in quanto non può esserne determinata la base imponibile. In questo modo, sarebbe soggetto ad imposizione il valore effettivo del contratto, senza che ciò conduca necessariamente a considerare il pagamento per differenza come presupposto d'imposta, bensì

---

caratteristiche delle categorie imponibili. In questo modo, potrebbe così applicarsi a tali contratti il principio di cassa, "più ragionevole" in quanto offrirebbe il vantaggio di conoscere l'ammontare effettivo del trasferimento pecuniario, permettendo così l'applicazione di una imposizione fiscale non arbitraria

<sup>139</sup> Il primo si realizza nel momento in cui le parti si impegnano con un contratto a efficacia obbligatoria a trasferirsi delle attività sottostanti a un determinato prezzo, il secondo desumibile dalla clausola che manifesta la volontà delle parti di eseguire la compravendita attraverso il pagamento del differenziale



esclusivamente come il momento in cui si realizza il secondo evento generatore.

Un'ultima riflessione va fatta in relazione alla determinazione della base imponibile della FTT, in caso di contratti derivati. Si è detto, precedentemente, che la regola generale stabilita nella Proposta di direttiva è quella di considerare il valore nozionale, cioè il valore stabilito nel contratto derivato al momento della stipula e sottoscrizione, o al momento dell'acquisto, modifica, vendita o trasferimento. Questa regola non comporta alcun genere di complicazione per i contratti che prevedono il trasferimento fisico delle attività sottostanti (*physically settled future*) al prezzo prefissato, alla loro scadenza, siano essi opzioni o *future*<sup>140</sup>.

Non può dirsi lo stesso per i *cash settled future*, ovvero a tutti quei contratti derivati che impegnano le parti a una futura liquidazione in contanti, pari alla differenza tra un prezzo stabilito nel contratto e il prezzo futuro delle attività finanziarie sottostanti. Per queste tipologie di derivati, alcuni parte della dottrina ha sostenuto di assumere come base imponibile del tributo il valore del pagamento per differenza, anziché il nozionale<sup>141</sup>. Il pagamento del differenziale, tuttavia, rappresenta più che altro una plusvalenza, derivante dalla compravendita e come tale non potrebbe essere considerato la base imponibile della FTT. Seguendo il ragionamento già espresso con riferimento al presupposto, quest'ultima dovrebbe essere, piuttosto, legata ai due eventi generatori individuati, ovvero la vendita a termine al prezzo prefissato e la "retrovendita" al prezzo di mercato alla data di scadenza. Nel primo caso, la base imponibile è evidentemente definita dal contratto stesso, ed è calcolato in base al prezzo prestabilito per

---

<sup>140</sup> Per quanto riguarda le opzioni si configurano due basi imponibili, la prima pari al premio pagato come corrispettivo dell'acquisizione del diritto di opzione, la seconda pari al prezzo di esercizio (*strike price*) se l'opzione viene esercitata al momento della scadenza, mentre se il diritto di opzione non è esercitato non vi sarà alcuna imposizione, se non quella applicata al premio pagato al momento dell'emissione dell'opzione. Nel caso dei *future*, la base imponibile dovrebbe essere pari al prezzo di consegna (*delivery price*).

<sup>141</sup> In tal senso, si vedano BRONDOLO J. D., *Taxing Financial Transaction*, op. cit, 2011, p. 14 e MATHESON T., *Taxing Financial Transactions*, op. cit, 2011, p. 28-29.

unità moltiplicato per il numero delle attività sottostanti (valore nozionale). Nel caso della “retrovendita” il valore di questa può essere definito facendo riferimento al prezzo di mercato dell’attività moltiplicato per le attività sottostanti, oppure calcolando la somma del pagamento per differenza con il valore nozionale del contratto al prezzo stabilito.

In altre parole, per evitare effetti distorsivi e trattamenti discriminatori<sup>142</sup> bisognerebbe ai fini fiscali assimilare i contratti per differenza ai contratti con consegna. In questo modo si eviterebbe lo svantaggio di rendere più convenienti dal punto di vista fiscale proprio quelli strumenti derivati speculativi che non implicano un investimento diretto e un effettivo trasferimento di proprietà di attività finanziarie, ma che puntano esclusivamente a trarre profitto dalle differenze tra i prezzi. Anzi, quei contratti derivati eseguiti allo scopo esclusivo di speculare sulle oscillazioni dei prezzi, e che non comportano un vero investimento, risulterebbero penalizzati da una FTT applicata in questo modo, in quanto implicanti la soggezione all’imposta sull’intero valore delle transazioni, quando tali transazioni sono in realtà utilizzate solo in senso strumentale a fini di trading e non di investimento. Ed è per questo che la Proposta di Direttiva, al fine di garantire “un’applicazione semplice e diretta della FTT ai contratti derivati” e costi amministrativi contenuti, giunge alla conclusione che la base imponibile di tutti i contratti derivati debba essere costituita dall’ammontare nozionale del contratto al momento della stipula, modifica, acquisto, vendita o trasferimento, piuttosto che dai flussi di cassa che

---

<sup>142</sup> Ad esempio, se i contratti *future* fossero erroneamente tassati prendendo come base imponibile le somme corrisposte per differenza, chiaramente di gran lunga inferiori al valore nozionale, si creerebbe una ingiusta distorsione a favore proprio dei contratti speculativi, i quali non mirano all’acquisto e all’investimento diretto in attività finanziarie (cfr. Commissione Europea: 43). Inoltre, anche se i contratti *future* regolati per differenza fossero tassati sul valore nozionale, ma solo su questo, come se fossero costituiti da un’unica transazione di vendita, si creerebbe una discriminazione rispetto ai casi sostanzialmente equivalenti in cui gli operatori che acquistano delle attività finanziarie grazie a un contratto *future* regolato per consegna, decidono di rivenderle subito sul mercato. Il *future* regolato per differenza sarebbe tassato una volta secondo il valore stabilito dalle parti, il *future* regolato per consegna, seguito da una vendita sul mercato al fine di guadagnare sulla plusvalenza, al contrario, sarebbe tassato due volte, la prima sul valore nozionale, la seconda volta sulla vendita al valore di mercato.

possono avvenire durante la vita del contratto. Secondo la Commissione, questo approccio è in grado di garantire una imposizione più sicura e efficace, in quanto renderebbe più difficile per gli operatori ridurre artificialmente l'onere fiscale: se la base imponibile è sempre pari al valore nozionale della transazione, non si creerebbe infatti alcun incentivo fiscale a stipulare contratti sulle sole differenze tra i prezzi, al fine di ridurre la base imponibile<sup>143</sup>.

### **3.6 POSSIBILI PROFILI DI INCOMPATIBILITÀ CON IL DIRITTO DELL'UNIONE**

La proposta di Direttiva trova il suo fondamento giuridico nell'art. 113 del TFUE a norma del quale il Consiglio, deliberando all'unanimità, adotta le disposizioni che riguardano l'*armonizzazione* delle legislazioni relative alle imposte sulla cifra d'affari, alle imposte di consumo e ad altre imposte indirette, necessarie ad assicurare l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno, ed evitare fenomeni distorsivi della concorrenza<sup>144</sup>.

La Commissione ha valutato anche la possibilità di basare la direttiva sull'art. 115 del TFUE che riguarda l'introduzione di direttive volte al *ravvicinamento* delle disposizioni legislative degli Stati membri che abbiano un'incidenza diretta sul funzionamento del mercato interno. Tuttavia, poiché l'art. 113 contiene una disposizione specifica, essa prevale sulla previsione generale di cui all'art. 115.

Su queste basi, la proposta si pone l'obiettivo di armonizzare la legislazione in materia di imposizione indiretta delle transazioni finanziarie, nella convinzione che l'introduzione di una tassazione uniforme a livello europeo sia necessaria, non solo per assicurare il corretto funzionamento del mercato interno ed evitare distorsioni della concorrenza nell'UE, ma

---

<sup>143</sup> Commissione Europea, 2011, p. 9.

<sup>144</sup> Il processo di armonizzazione ex art. 113 del TFUE, di solito, riguarda normative già esistenti. Tuttavia nulla vieta che ai sensi del medesimo articolo vengano introdotte nuove imposte indirette finalizzate a prevenire l'insorgere di futuri ostacoli agli scambi, legati allo sviluppo eterogeneo delle legislazioni nazionali.

soprattutto per ridurre l'attuale frammentazione del mercato interno, l'arbitraggio fiscale e il rischio di una doppia imposizione ovvero di una non imposizione.

Proprio alla luce di tali obiettivi, il ricorso al meccanismo della cooperazione rafforzata ex art. 329 TFUE potrebbe comportare, al contrario, una considerevole distorsione della concorrenza nel mercato interno, a tal punto da far risultare le misure adottate "sproporzionate" rispetto agli scopi perseguiti.

Difatti, mentre non ci sono dubbi sul rispetto del principio di sussidiarietà<sup>145</sup>, la questione della proporzionalità non è di poco conto, specie se considerata rispetto a taluni profili della FTT, suscettibili di incompatibilità con il principio di non discriminazione e con la libera circolazione dei capitali (art. 63 TFUE).

Dal combinato disposto degli artt. 1, 3 e 5 della Proposta si desume che la FTT è dovuta agli Stati Membri partecipanti alla cooperazione rafforzata in relazione a ogni transazione finanziaria, purché:

(a) almeno una delle parti della transazione sia stabilita nel territorio di uno Stato Membro partecipante;

(b) l'ente finanziario stabilito nel territorio di uno Stato Membro partecipante prenda parte alla transazione, agendo per proprio conto o per conto di altri, o in nome di una delle parti della transazione.

Tale articolo va letto in maniera coordinata con quanto specificato dal seguente articolo 4 della Proposta che stabilisce le condizioni al verificarsi delle quali un'istituzione finanziaria si considera stabilita nel territorio di uno Stato Membro partecipante. Senza soffermarci nuovamente su quanto

---

<sup>145</sup> L'art. 5 TUE stabilisce che l'esercizio delle competenze dell'Unione è vincolato dall'applicazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità. Il principio di sussidiarietà autorizza l'intervento dell'Unione Europea, nei settori che non sono di sua competenza esclusiva, nella misura in cui un obiettivo non può essere sufficientemente realizzato a livello dei singoli Stati membri, tramite misure di carattere nazionale, né a livello centrale né a livello regionale e locale. E' pacifico che l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie, per realizzare i risultati auspicati, non possa che essere introdotta almeno a livello europeo: anzi, è innegabile che, per evitare problemi di delocalizzazione, sarebbe opportuno un'imposta condivisa ed applicata a livello globale.

analizzato precedentemente in relazione alla territorialità dell'imposta, vale la pena osservare che la lettera f) del suddetto articolo introduce un ulteriore criterio rispetto a quello della residenza e a quello di emissione: il cd. principio della controparte<sup>146</sup>. Pertanto, dall'applicazione combinata di tale principio con quello della residenza deriva che se gli enti finanziari che partecipano alla transazione sono residenti in Stati membri partecipanti diversi, ognuno degli Stati ha la competenza di assoggettare la transazione all'imposta nel proprio territorio.

Pertanto, in assenza di appositi meccanismi di esenzione, l'applicazione del prelievo tributario in entrambi gli Stati Membri partecipanti configurerebbe un'ipotesi di doppia imposizione economica.

Non solo: se uno degli enti finanziari partecipanti all'operazione è residente in uno Stato terzo, in applicazione del principio della controparte, verrà comunque considerato stabilito nello stato membro partecipante in quanto parte di una transazione finanziaria con un'altra istituzione finanziaria stabilita nello Stato Membro.

In tal caso, oltre a determinarsi una situazione di doppia imposizione, si configura altresì un'estensione ingiustificata della giurisdizione dello Stato Membro partecipante nei confronti dell'ente finanziario non residente, con conseguente violazione del principio di libera circolazione dei capitali.

Tale criticità rileva anche nel parere rilasciato dal servizio giuridico del Consiglio dell'Unione Europea, nel quale si sottolinea che una situazione di tal genere sarebbe in contrasto anche con il diritto internazionale consuetudinario e, in particolare con il principio che richiede l'esistenza di

---

<sup>146</sup> Difatti, la lettera f) dell'art. 4 prevede che un ente finanziario si considera stabilito nel territorio di uno Stato Membro partecipante qualora *“partecipa, agendo per proprio conto o per conto di altri soggetti, a una transazione finanziaria con altro ente stabilito nello Stato membro di cui trattasi ai sensi delle lettere a), b), c), d) o e) o con un partecipante stabilito nel territorio di tale Stato membro che non è un ente finanziario o agisce in detta transazione a nome di uno dei partecipanti”*

un legame pertinente tra lo Stato e i soggetti nei confronti dei quali questo esercita la propria competenza, anche fiscale<sup>147</sup>.

Sembra opportuno sottolineare che, da un punto di vista strettamente normativo, la proporzionalità della FTT risulta fondamentale ai fini della sua compatibilità con il diritto dell'UE: eventuali violazioni delle libertà fondamentali possono essere giustificate solo in ragione del fatto che la misura adottata è strettamente necessaria per raggiungere gli obiettivi prefissati, senza andare al di là di quanto necessario per conseguire tali obiettivi. Tuttavia, come sottolineato anche nel suddetto Parere, l'esigenza di combattere la frode e l'evasione fiscale non assume rilevanza tale da consentire ad uno Stato Membro partecipante di travalicare i propri confini nazionali ed imporre l'applicazione di una legislazione fiscale transnazionale nei confronti di operatori finanziari non residenti.

E ancora, il ricorso al meccanismo della cooperazione rafforzata provocherebbe anche la lesione del principio di non discriminazione, in quanto comporterebbe l'applicazione di un trattamento differente tra istituzioni finanziarie residenti in uno Stato Membro partecipante e istituzioni finanziarie non residenti in uno Stato Membro partecipante (vedi *infra* par. 3.7).

---

147 Il dibattito sui limiti spaziali del presupposto dell'imposta si articola sulla contrapposizione tra coloro che ritengono che non esista alcun limite di diritto internazionale alla potestà impositiva dello Stato e chi ritiene, per converso, sussista un limite rappresentato dall'individuazione di un criterio di collegamento effettivo (c.d. *genuine and reasonable link*) di tipo oggettivo o soggettivo con il territorio dello Stato. Tale ultima tesi trova il fondamento essenzialmente nella pronuncia della Corte internazionale di giustizia del 6 aprile 1955, caso *Nottebohm*. In quell'occasione, la Corte enucleò il concetto di legame effettivo o *genuine link*. Autorevole dottrina osserva, tuttavia, che tale principio soffre due limiti nel campo del diritto tributario: in primo luogo, la Corte si esprime su un caso attinente la cittadinanza del soggetto, laddove ormai nel diritto tributario si ricorre al criterio di collegamento fondato sulla residenza del contribuente; e, in secondo luogo, la tutela del medesimo sarebbe rimessa agli organi internazionali, considerato che trattasi di principio internazionale e, dunque, secondo l'Autore, sconterebbe un'ampia ineffettività. Sul punto cfr. MELIS G., *Il trasferimento della residenza fiscale nell'imposizione sui redditi – profili critici e ipotesi ricostruttive*, Roma, 2008, p. 131. Per una ricostruzione puntuale della disputa sul piano internazionale, nonché per ampi riferibili bibliografici, si veda il contributo di MAISTO G., *Brevi riflessioni sulla evoluzione del concetto di "genuine link" ai fini della territorialità dell'imposizione tributaria tra diritto internazionale generale e diritto dell'Unione europea*, in Riv. dir. trib., n. 10/2013, pp. 889 e ss.

Occorre rilevare, inoltre, che inizialmente la versione proposta dalla Commissione escludeva dall'ambito di applicazione della FTT tutte le operazioni in valuta sui mercati spot (fatta eccezione per i derivati su valuta), in quanto una diversa previsione in tal senso avrebbe reso il provvedimento incompatibile appunto con la libera circolazione dei capitali. Ebbene, tra gli emendamenti apportati dall'Europarlamento nel 2013 vi è l'aggiunta della lettera c-bis all'art. 2, comma 1, riguardante la definizione di "transazione finanziaria". La nuova lettera c- bis) implica che per transazione finanziaria rilevante ai fini dell'applicazione dell'imposta si considerino anche *"le operazioni in valuta a pronti, tranne nei casi in cui sono direttamente correlate alle attività commerciali di una controparte non finanziaria che è l'utente finale"*. Ne consegue che la distinzione tra mercati valutari e mercati dei derivati su valute non è più tanto chiara.

Tra l'altro, la sola esclusione delle negoziazioni su valute a pronti, e non anche dei derivati su valute, aveva già ingenerato diverse perplessità. Il principio della libera circolazione dei capitali, infatti, riguarda i "movimenti di capitale" nella loro generalità, quindi non soltanto le operazioni a pronti, ma anche tutte le altre tecniche di negoziazione disponibili: operazioni a termine, operazioni di opzione o con warrant, operazioni di scambio contro altre attività, ecc.

Si potrebbe argomentare a favore dell'esclusione dei soli derivati su valute con finalità di "copertura" per tassare, invece, solo quelli di natura "speculativa". Tuttavia, occorre riconoscere che, nella concreta operatività dei mercati, la distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi è puramente convenzionale: qualunque contratto derivato si caratterizza per la presenza di una componente speculativa. Pertanto, l'esclusione delle operazioni sul valute in mercati spot dall'ambito di applicazione dell'imposta risulta pienamente coerente con gli obiettivi "politici" della Direttiva e in particolare con l'esigenza di limitare le contrattazioni speculative sui mercati finanziari europei.

Alla luce delle considerazioni sin ora svolte, si osserva come la stessa Commissione sottolinei che la frammentazione, dovuta anche all'esistenza di diverse legislazioni nazionali in materia d'imposizione dei prodotti finanziari e delle transazioni finanziarie, può comportare fenomeni di doppia imposizione o di non tassazione che alterano la posizione concorrenziale degli operatori<sup>148</sup>. La medesima frammentazione si riproporrebbe nel caso in cui la direttiva non dovesse essere adottata in maniera uniforme in tutta la zona Euro.

Da ultimo, preme rilevare la questione di incompatibilità con la Direttiva 2008/7/CE concernente le imposte indirette sulla raccolta di capitali che espressamente all'art. 5 prevede che gli Stati membri non possano assoggettare a tassazione indiretta "*the creation, issue, admission to quotation on a stock exchange, trading with stocks, shares or other securities of the same type, or of the certificates representing such securities*". L'introduzione della FTT richiede, perciò, la modifica della Direttiva in parola.

### **3.7 IL RICORSO AL MECCANISMO DELLA COOPERAZIONE RAFFORZATA E L'OPPOSIZIONE DEL REGNO UNITO**

Di fronte all'impossibilità di pervenire a una decisione unanime, il 22 gennaio 2013, il Consiglio Europeo ha autorizzato il ricorso alla cooperazione rafforzata in materia di FTT tra gli undici Paesi interessati all'introduzione dell'imposta, capeggiati da Germania e Francia<sup>149</sup>.

Tale passo, tuttavia, segna la rottura definitiva di ogni discussione e trattativa con il Regno Unito che, come principale piazza finanziaria

---

<sup>148</sup>Si pensi all'ipotesi in cui uno Stato membro impone un tipo di tassa sulle transazioni finanziarie sulle banche residenti. In base al principio della tassazione del reddito mondiale, lo Stato membro avrebbe diritto a riscuotere l'imposta per le operazioni effettuate da una filiale estera di una banca residente. Tuttavia, se lo Stato membro in cui è stabilita la filiale a sua volta applica un'imposta simile sulla medesima attività, questo si tradurrebbe in una doppia imposizione. La Commissione osserva che i Trattati contro la doppia imposizione, come attualmente strutturati, non sarebbero in grado di affrontare questo problema.

<sup>149</sup> Cfr. Decisione del Consiglio 2013/52/UE del 22 gennaio 2013, in G.U.U.E. L 22 del 25 gennaio 2013, p. 11.



europea, è riluttante a dotarsi di una nuova Financial Tax, nel timore che ciò dia luogo ad una fuga degli investimenti dalla propria giurisdizione verso Paesi e mercati extra-UE. D'altronde, il Regno Unito, fin dagli albori del processo di integrazione economico – monetaria europea, ha mantenuto, insieme ad altri Stati, una posizione peculiare<sup>150</sup>.

Oltre ai profili di incompatibilità con il diritto UE intrinseci nella Proposta ed analizzati nel paragrafo precedente, esistono ulteriori questioni di incompatibilità legate specificatamente al ricorso al meccanismo della cooperazione rafforzata.

Proprio tali questioni sono alla base del ricorso di annullamento della decisione del Consiglio UE, presentato da Regno Unito e Irlanda del Nord, dinanzi la Corte di Giustizia Europea il 18 aprile 2013.

Il ricorso, proposto a titolo precauzionale, ha ad oggetto due questioni: la violazione dell'articolo 327 TFUE e del diritto internazionale consuetudinario e, in via subordinata, la violazione dell'articolo 332 TFUE.

La prima questione attiene all'ambito di applicabilità extra territoriale della FTT. L'art. 327 TFUE, infatti, impone il rispetto, da parte delle cooperazioni rafforzate delle competenze, dei diritti e degli obblighi degli Stati membri che non vi partecipano. Da questo punto di vista, l'impatto della cooperazione rafforzata su diritti e obblighi degli Stati non partecipanti deriverebbe proprio dal combinato effetto del principio della controparte e del principio del luogo di emissione, in base al quale risultano assoggettati ad imposizione anche gli enti finanziari stabiliti in Stati non partecipanti che concludono una transazione finanziaria con soggetti stabiliti in uno Stato partecipante. In altre parole, gli effetti della cooperazione rafforzata si produrrebbero anche sui mercati finanziari dei

---

<sup>150</sup> Già nel Trattato di Maastricht viene introdotta la distinzione tra Stati membri partecipanti, Stati con deroga (cioè quelli entrati nella terza fase dell'UEM ma ai quali non trovano applicazione alcune disposizioni ivi previste) e Stati con uno *status* speciale (che non sono entrati nella terza fase dell'UEM). Le forme di differenziazione introdotte dal Trattato hanno comportato notevoli conseguenze sul piano dei meccanismi decisionali e si sono rivelate di carattere permanente per quanto riguarda Regno Unito e Danimarca. Successivamente, con il Trattato di Amsterdam, furono previste una serie di *opting-out* a favore di Regno Unito, Irlanda e Danimarca.

Paesi che hanno deciso di non tassare le transazioni finanziarie sul proprio territorio. Peraltro, così come il servizio giuridico del Consiglio, anche il Regno Unito ha eccepito la violazione del diritto internazionale consuetudinario e, in particolare, il contrasto con il principio che richiede l'esistenza di un legame pertinente tra lo Stato e i soggetti nei confronti dei quali questo esercita la propria competenza, anche fiscale.

Viene, infine, eccepita la violazione dell'art 332 TFUE<sup>151</sup>, in quanto la cooperazione rafforzata sarebbe all'origine di costi anche per gli Stati membri non partecipanti che, a causa dell'applicazione della direttiva sull'assistenza reciproca in materia di recupero dei crediti risultanti da dazi, imposte ed altre misure<sup>152</sup>, nonché di quella relativa alla cooperazione amministrativa nel settore fiscale<sup>153</sup>, non potrebbero richiedere il rimborso dei costi di assistenza reciproca e di cooperazione amministrativa correlati all'applicazione di tali direttive alla futura FTT.

Il Consiglio, insieme con gli Stati membri intervenuti al suo fianco<sup>154</sup>, ha sostenuto l'infondatezza di entrambi i motivi dedotti dal Regno Unito. In primo luogo, perché i principi di imposizione contestati costituiscono, in tale fase, elementi puramente ipotetici di una legislazione che resta da definire. In secondo luogo, perché la questione della presa in carico dei costi legati all'attuazione della cooperazione rafforzata innesca un dibattito prematuro, visto che la decisione impugnata nulla dispone circa le questioni relative all'assistenza reciproca ai fini dell'applicazione della futura FTT<sup>155</sup>.

---

<sup>151</sup> L'art. 332 TFUE dispone che *“le spese derivanti dall'attuazione di una cooperazione rafforzata, diverse dalle spese amministrative che devono sostenere le istituzioni, sono a carico degli Stati Membri partecipanti, salvo che il Consiglio, deliberando all'unanimità dei membri previa consultazione del Parlamento europeo, non disponga altrimenti”*.

<sup>152</sup> Si tratta della Direttiva 2010/24/UE del 16 marzo 2010, in G.U.U.E. L. 84, p. 1.

<sup>153</sup> Si tratta della Direttiva 2011/16/UE, del 15 febbraio 2011, che abroga la Direttiva 77/799/CEE, in G.U.U.E. L. 64, p. 1.

<sup>154</sup> Tra questi, solo la Germania ha definito il ricorso irricevibile, o addirittura manifestamente irricevibile, a causa di una violazione del requisito previsto all'articolo 120, lettera c), del Regolamento di procedura della Corte, dato che i motivi dedotti dal Regno Unito a sostegno del proprio ricorso sono privi di attinenza con l'oggetto della decisione impugnata.

<sup>155</sup> Sul punto, il Consiglio e la Commissione, insieme ad Austria e Portogallo, hanno aggiunto che il motivo del ricorso si basa su un'interpretazione errata dell'articolo 332 TFUE. Tale articolo, infatti, riguarderebbe unicamente le spese operative a carico del bilancio dell'Unione correlate agli

All'esito del giudizio<sup>156</sup>, la Corte di Giustizia ha respinto il ricorso basandosi sul fatto che i motivi addotti per la richiesta di annullamento della decisione che autorizza la cooperazione rafforzata, non attengono alla validità di tale autorizzazione, bensì riguardano l'atto di attuazione di tale decisione, cioè la proposta di direttiva. In altre parole, la Corte è chiamata a verificare la validità della decisione impugnata alla luce delle disposizioni che definiscono i presupposti sostanziali e procedurali di concessione di una simile autorizzazione, mentre i principi di imposizione contestati dal Regno Unito, non rappresentano elementi costitutivi di tale decisione.

La mancata pronuncia sul merito, pertanto, non risolve i dubbi interpretativi circa la legittimità sotto il profilo del diritto internazionale consuetudinario e del diritto europeo del presupposto territoriale dell'istituendo tributo. Anzi non può escludersi (com'è prevedibile) che i suddetti motivi possano essere oggetto di ulteriore ricorso avverso alla FTT, una volta approvata la direttiva, sempreché il presupposto territoriale nel frattempo non venga modificato<sup>157</sup>.

Merita un cenno, infine, un ulteriore problema di incompatibilità legato alla cooperazione rafforzata, benché non richiamato nei motivi del ricorso del Regno Unito, e cioè quello della possibile violazione del principio di non discriminazione. Ogni Stato partecipante alla cooperazione rafforzata tasserebbe le istituzioni finanziarie autorizzate o stabilite in detto Stato e le istituzioni finanziarie stabilite in uno Stato non partecipante (membro o non membro dell'UE) in relazione alle transazioni finanziarie concluse con una controparte stabilita nel suo territorio, mentre non tasserebbe le istituzioni finanziarie stabilite in uno stato partecipante che concludano transazioni

---

atti che istituiscono la cooperazione rafforzata, e non le spese, contestate dal Regno Unito, che potrebbero gravare sugli Stati membri ai sensi delle direttive 2010/24 e 2011/16.

<sup>156</sup> Cfr. Corte di Giustizia Europea, sentenza 30 aprile 2014, causa C-209/2013, *Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord v. Consiglio dell'Unione Europea*.

<sup>157</sup> La stessa Corte, infatti, al par. 34 della sentenza, precisa che “*Tale sindacato non dev'essere confuso con quello esercitabile, nell'ambito di un ulteriore ricorso di annullamento, nei confronti di un atto adottato a titolo di attuazione della cooperazione rafforzata*”.

finanziarie con controparti stabilite nel suo territorio. Pertanto, la violazione del principio di non discriminazione risiede nel fatto che in situazioni identiche dal punto di vista territoriale, le transazioni concluse da enti finanziari non residenti sarebbero trattate in modo differente a seconda che l'ente sia stabilito o meno in uno stato partecipante o in uno stato non partecipante alla cooperazione rafforzata.

I fatti e le circostanze sin qui descritti, ci inducono a fare alcune riflessioni. A ben guardare, il dibattito sorto intorno all'introduzione di un'imposizione sulle operazioni finanziarie in ambito europeo sembra riproporre l'antico tema della unanimità prevista per qualunque decisione di natura fiscale, necessaria per il mantenimento della sovranità fiscale, almeno per la parte relativa all'imposizione diretta, da parte dei singoli Stati membri<sup>158</sup>. Tale principio, peraltro, è stato confermato anche nel Trattato di Lisbona, firmato il 13 dicembre 2007 ed entrato in vigore il 1° dicembre 2009, nonostante il principio della maggioranza qualificata sia stato esteso ad un'ampia serie di materie<sup>159</sup>.

In tal senso, il processo di integrazione politica europea continua a scontrarsi con la sovranità fiscale degli Stati nazionali<sup>160</sup>, solo in parte mitigata, appunto, dal meccanismo della cooperazione rafforzata e dal ricorso a fonti di carattere «non legislativo» (cd. *soft law*)<sup>161</sup>.

---

<sup>158</sup>Si vedano MELIS G, PERSIANI A., *Trattato di Lisbona e sistemi Fiscali*, in Dir. e Prat. Trib., 2/2013, p. 1-267; FREGNI M. C., *Problemi e prospettive dell'Unione fiscale Europea*, in Rass. Trib., n. 5/2013, p. 1061 e ss.

<sup>159</sup> Cfr. art. 223 TFUE. Il criterio dell'unanimità, che di fatto comporta la paralisi nei tentativi di riforma in campo fiscale, è stato più volte messo in discussione a favore dell'introduzione del criterio della maggioranza qualificata, ma non è mai stato seriamente intaccato. Basta dunque che uno solo degli Stati membri si opponga, per le più varie ragioni (caso tutt'altro che infrequente), che ogni decisione fiscale subisce un arresto.

<sup>160</sup> Per approfondimenti si vedano BASILAVECCHIA M., *L'evoluzione della politica fiscale dell'Unione europea*, in Riv. dir. trib., 2009, I, p. 361 e ss.; SACCHETTO C., *L'evoluzione del diritto comunitario in materia tributaria*, in AA.VV., *I Settanta anni di Diritto e pratica tributaria*, Padova, 2000, p. 801 e ss.; ID, *La trasformazione della sovranità tributaria: i rapporti fra ordinamenti e le fonti del diritto tributario*, in AA.VV. (a cura di C. SACCHETTO), *Principi di diritto tributario europeo e internazionale*, Torino, 2011, p. 3 e ss.; P. BORIA, *L'anti-sovrano. Potere tributario e sovranità nell'ordinamento tributario*, Torino, 2004, p. 3 e ss.

<sup>161</sup> L'utilizzo del *soft law* si è sviluppato soprattutto, per quanto riguarda la materia fiscale, a seguito del nuovo approccio in tema di armonizzazione e «coordinamento fiscale» avviatosi verso la fine degli anni '90. Per una definizione di *soft law* si rinvia a FERRARESE M.R., *Soft Law*:

Vero è che l'Europa ha certamente raggiunto un grado di integrazione fiscale elevato per quanto concerne i principi del TFUE (libertà fondamentali, divieto di discriminazione, divieto di aiuti di Stato), presidiati dagli organi comunitari, in *primis* la Commissione europea e la Corte di Giustizia, nonché un notevole grado di armonizzazione nell'ambito delle imposte indirette, soprattutto dell'Iva, e nel campo della tassazione sui prodotti energetici e della tassazione ambientale in genere.

Nel campo delle imposte dirette, invece, qualunque tipo di intervento, non avendo mai coinvolto aspetti propriamente nazionali, è risultato di fatto limitato sia quantitativamente, sia qualitativamente<sup>162</sup> al concetto del cd. *ravvicinamento* delle legislazioni nazionali.

Rispetto al passato, però, lo scenario economico mondiale, non solo europeo, è profondamente mutato a causa della crisi economica e finanziaria che, di fatto, impone una severa riflessione sul percorso finora compiuto e sulle prospettive future dell'Unione Europea, nonché sulla rinnovata valenza che le forme di flessibilità<sup>163</sup> previste dal diritto

---

*funzioni e definizioni*, in AA. VV. (a cura di A. SOMMA), *Soft Law e hard law nelle società postmoderne*, Torino, 2009, cap. V; CIPOLLINA S., *I confini giuridici del tempo presente. Il caso del diritto fiscale*, Milano, 2003, p. 122 e ss.; BORIA P., *Diritto tributario europeo*, Milano, 2010, pp. 246 e ss.; GRIBNAU H., *Per una maggiore legittimazione della Soft Law nel diritto tributario dell'Unione europea*, in AA.VV. (a cura di DI PIETRO A.), *Per una costituzione fiscale europea*, Padova, 2008, pp. 153 e ss. Con riferimento all'ordinamento internazionale, si veda DI STEFANO M., *Origini e funzioni del soft law in diritto internazionale*, in *Lavoro e diritto*, 2003, 17 e ss.

<sup>162</sup> Per approfondimenti si vedano F. TESAURO, *Profili della fiscalità comunitaria*, in *Boll. trib.*, 1988, p. 1751 ss.; FANTOZZI A., *Il sistema tributario italiano verso il mercato unico europeo*, in *Rass. trib.*, 1988, p. 551 ss.; SACCHETTO C., *Armonizzazione fiscale nella Comunità Europea*, in *Enc. giur. Treccani*, II, Roma, 1988, p. 1 ss.; DE MITA E., *L'armonizzazione delle imposte dirette*, in *Riv. dir. trib.*, 1, 1991, p. 54 ss.; GARBARINO C., *Imposizione diretta e imprese multinazionali nella Comunità europea*, in *Le Società*, 1991, 1182 ss.; AMATUCCI F., *Il principio di non discriminazione fiscale*, Padova, 1998, p. 117 ss.

<sup>163</sup> Tali forme di "flessibilità", seppur presenti sin dall'istituzione della Comunità Economica Europea, assunsero una rilevanza più marcata a far tempo dai Trattati di Maastricht e di Amsterdam. In particolare, quest'ultimo introdusse il meccanismo della cooperazione rafforzata come meccanismo di differenziazione suscettibile di essere utilizzato a ogniqualvolta, in presenza di alcuni requisiti, un gruppo di Stati membri intendesse procedere più velocemente sulla via dell'integrazione in una determinata materia. Per una disamina delle disposizioni del Trattato di Amsterdam si veda GAJA, *La cooperazione rafforzata*, in *Il trattato di Amsterdam*, Milano, 1999, p. 61 e ss. Successivamente, le disposizioni relative all'istituto della cooperazione rafforzata sono state oggetto di modifica da parte dei trattati successivi, che per certi aspetti ne hanno reso meno rigide le condizioni di applicabilità. Un passo decisivo in tal senso, è stato compiuto con il Trattato di Lisbona che con riferimento alle cooperazioni rafforzate, eccetto quelle in materia di politica estera e sicurezza, prevede che l'autorizzazione del Consiglio avvenga a maggioranza qualificata e

dell'Unione Europea assumono quali strumenti di un'Europa a geometria variabile. Indubbiamente, la cooperazione rafforzata rappresenta uno degli strumenti più validi in diversi settori non economici<sup>164</sup>, ma in materia fiscale può rivelarsi un strumento molto debole, dal momento che il suo utilizzo può comportare problemi di compatibilità con il principio di non discriminazione e con la tutela della libera concorrenza.

In questo senso, un eventuale accoglimento dei motivi addotti dal Regno unito sulla incompatibilità del ricorso alla cooperazione rafforzata con il diritto dell'UE avrebbe, non solo l'effetto di consolidare in ambito europeo un principio internazionale come quello del cd. *genuine and reasonable link*, ma anche quello di rendere necessario un complessivo ripensamento della struttura stessa del tributo "europeo". In definitiva, l'introduzione di un tributo "proprio" dell'UE, risulterebbe un passo fondamentale nel percorso europeo verso una *governance* unica anche a livello economico, che necessita, appunto, dell'attribuzione "*di una potestà normativa di imposizione legittimata dal voto del Parlamento europeo che le consenta di svolgere proprie politiche allocative, stabilizzatrici e redistributive*"<sup>165</sup>. In tal senso, viene condivisa l'opinione secondo la quale il principio democratico del *no taxation without representation* debba valere anche al contrario: *no representation without taxation*. Tuttavia, anche l'introduzione di un'imposta europea sulle transazioni finanziarie non potrà ritenersi una soluzione risolutiva della crisi, se non sarà accompagnata da

---

non più all'unanimità (cfr. art. 329, par. 1, TFUE). In argomento ROSSOLILLO G., *Cooperazione rafforzata e Unione economica e monetaria: modelli di flessibilità a confronto*, in Riv. Dir. Int., 2/2014, pp. 328 e ss.

<sup>164</sup> Si pensi alla cooperazione rafforzata in materia di divorzio e separazione che non ha dato luogo a particolari problemi. Cfr. Regolamento CE 1259/2010. In materia di tutela brevettuale unitaria, si segnalano due ricorsi di annullamento rispettivamente presentati dalla Spagna e dall'Italia, entrambi respinti dalla Corte di Giustizia Europea. Cfr. C.G.U.E. sentenza 16 aprile 2013, cause riunite C-274/11 e C-295/11, *Regno di Spagna e Repubblica Italiana v. Consiglio dell'Unione europea*.

<sup>165</sup> Cfr. GALLO F., *Giustizia sociale e giustizia fiscale nella prospettiva dell'unificazione europea*, in Diritto e Pratica Tributaria, 1, 2014, pp. 1 e ss.

una riforma sostanziale delle forme di regolamentazione dei mercati, “*all’insegna di una loro maggiore standardizzazione e centralizzazione*”<sup>166</sup>.

### **3.8 LA FINANCIAL ACTIVITIES TAX COME VALIDA ALTERNATIVA ALLA FTT NEGLI STUDI DEL FMI**

Come si è avuto modo di argomentare nel secondo capitolo, nel 2010, l’opinione della Commissione Europea considerava plausibile l’introduzione della FTT unicamente a livello globale e riteneva più opportuna un’adozione a livello europeo della FAT. Quest’ultima era stata proposta dal FMI in una delle sue tre varianti:

- FAT1 con base imponibile costituita da tutti i profitti e le remunerazioni delle istituzioni finanziarie;
- FAT2 con base imponibile comprensiva delle rendite da capitale e da lavoro di cui beneficia il settore finanziario;
- FAT3 con base imponibile costituita dai profitti superiori ad una determinata soglia.

In particolare, la FAT1 avrebbe configurato una sorta di imposta sul valore aggiunto sui servizi finanziari, mentre la FAT3 avrebbe disincentivato l’eccessiva assunzione di rischio da parte degli intermediari.

Al riguardo, la Commissione UE riteneva che l’istituzione del prelievo in parola<sup>167</sup> andasse calibrato attentamente per evitare danni alla crescita economica del settore e necessitasse, comunque, di un coordinamento comunitario, la cui carenza avrebbe esposto gli istituti di credito che operano in diversi Paesi al rischio di subire una doppia o multipla tassazione, con conseguenti distorsioni sul mercato unico e pericolo di arbitraggi. In ogni caso, anche la Commissione, riconosceva che

---

<sup>166</sup> Cfr. GALLO F., *Mercati finanziari e fiscalità*, in Rass. Trib., n. 1/2013, p. 21 e ss.

<sup>167</sup> In particolare, le ipotesi indicate dalla Commissione assumerebbero come base imponibile del proposto prelievo i «sovraprofiti» generati dalle istituzioni finanziarie, cioè i redditi ed i flussi finanziari al di sopra di soglie predefinite. L’introduzione di una «soglia» sembrerebbe volta a evitare la tassazione dei profitti considerati «normali» e penalizzare i rendimenti che derivano da un’eccessiva assunzione di rischi da parte degli enti finanziari.

l'introduzione di una FAT avrebbe consentito più efficacemente della FTT di perseguire diversi obiettivi tra i quali, non soltanto quello di migliorare l'efficienza e la stabilità dei mercati finanziari, ma anche quello di riequilibrare la pressione fiscale del settore finanziario che, ad avviso della stessa Commissione, godrebbe di un regime favorevole rispetto agli operatori degli altri settori produttivi, dal momento che «nell'UE il settore finanziario è esente dall'IVA»<sup>168</sup>.

Tuttavia, sarebbe riduttivo affermare che l'introduzione di un'imposta comunitaria sulle transazioni finanziarie rappresenti solo il “conto” che il settore finanziario è chiamato a “pagare” in qualità di principale responsabile della crisi globale<sup>169</sup>. Tanto meno, si può giustificare una scelta di stampo prettamente politico e sociale con il fatto che la maggior parte dei servizi finanziari gode dell'esenzione dall'IVA: all'esenzione corrisponde, infatti, l'impossibilità di portare in detrazione l'IVA assolta sugli acquisti dei beni intermedi e di investimento<sup>170</sup>.

Ci sembra, piuttosto, che discutere sulla maggiore efficacia della FTT rispetto alla FAT, o viceversa, non abbia molto senso, se si prescinde da quelle che sono le finalità attribuite alla tassazione dal Legislatore.

E' opportuno, allora, valutare comparativamente le due forme di tassazione sulla base della loro capacità di realizzare gli obiettivi che si

---

<sup>168</sup> Alcuni Autori hanno fortemente criticato le ragioni che la Commissione attribuisce alla FAT. Cfr. MOLINARO G., LUPI R., *Ipotesi di imposizione sulle “transazioni finanziarie” e nuove forme di visibilità della ricchezza*, in *Dialoghi Tributarî*, n.3/2011. Gli Autori affermano che “*se le motivazioni sottese alla introduzione di una FTT possono essere comprensibili in qualche misura, seppur con gli accorgimenti che si sono evidenziati, la previsione di una FAT pare ingiustificabile ed inconferente con le stesse motivazioni adottate dalla Commissione*”.

<sup>169</sup> Molinaro sottolinea, invero, che il sistema bancario già contribuisce in modo rilevante alle esigenze erariali fornendo, a livello europeo, una quota significativa (pari a circa il 20%) del gettito complessivo delle imposte societarie applicate nei singoli Stati. Così come non risponde sempre a verità la circostanza che vi sia la necessità di imporre un maggiore prelievo per ristorare i Governi per il sostegno pubblico offerto alle banche in crisi. In proposito, sottolinea l'iniquità che un simile prelievo provocherebbe sulle banche italiane che – secondo l'Autore - si sono impegnate, anche in termini di sacrifici concreti, nel sostenere l'economia del Paese in una fase di profonda crisi.

<sup>170</sup> Il regime di esenzione IVA si configura sì come una misura agevolativa, ma non per gli operatori finanziari bensì per la clientela privata che, in caso contrario, a fronte dell'addebito dell'imposta subirebbe un evidente aggravio degli oneri, ad esempio, per i mutui e per i comuni servizi bancari.



intendono raggiungere, partendo in primo luogo da quelli enunciati dalla Commissione Europea<sup>171</sup>.

Il primo obiettivo dovrebbe essere quello di conseguire un gettito notevole. Da questo punto di vista, la FTT fa stimare entrate elevate anche con aliquote modeste<sup>172</sup>, mentre la FAT potrebbe ottenere il medesimo risultato solo con aliquote decisamente maggiori. Occorre notare, peraltro, che la misura del gettito atteso non dovrebbe mai costituire l'unico parametro con cui scegliere il modello di tassazione: questo elemento dovrebbe essere affiancato anche da altri fattori di natura "politica" in senso lato. In questo senso, la circostanza che la FTT non necessiti di un'aliquota elevata rappresenta certamente un vantaggio rispetto alla FAT, così come lo è quella che l'opinione pubblica la percepisce spesso come l'unica imposta che sarebbe stata gradita a "Robin Hood".

Il secondo obiettivo è quello di ottenere dal settore finanziario un contributo "fair" e "substantial". In primo luogo, andrebbero chiariti gli elementi che costituiscono tale obiettivi, certamente più complesso del primo. Si tratta, cioè, di capire cosa si voglia intendere con "settore finanziario": i singoli individui o le istituzioni. In entrambi i casi, l'opinione pubblica, in passato, ha oscillato tra atteggiamenti di smisurata ammirazione e di aprioristica condanna, i primi quando tali operatori generavano ricchezza diffusa, i secondi quando gli stessi salivano sul banco degli imputati in coincidenza con apocalittiche "crisi" finanziarie. Così, se si dovesse propendere per i singoli individui si dovrebbe capire che qualsiasi normativa fiscale, a meno di non basarsi su norme retroattive, non può colpire efficacemente i singoli operatori responsabili della "crisi".

---

<sup>171</sup> Per approfondimenti si rinvia a SHAVIRO D., *The Financial Transaction Tax versus (?) the Financial Activities Tax*, *New York University Law and Economic Working Papers*, Paper 292, 2012, pp. 1-34. Disponibile all'indirizzo: [http://lsr.nellco.org/nyu\\_lewp/292/](http://lsr.nellco.org/nyu_lewp/292/)

<sup>172</sup> Il gettito stimato dovrebbe essere compreso tra i 50 e i 65 miliardi di euro. Si veda, in proposito, Commissione europea, Bruxelles, 28 settembre 2011, SEC(2011) 1103, Documento di lavoro dei servizi della Commissione - *Sintesi della valutazione d'impatto che accompagna il documento Proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie e recante modifica della direttiva 2008/7/CE*.

Realisticamente, lo strumento fiscale dovrà concentrarsi sulle “istituzioni” del mercato finanziario che sono ciclicamente governate da sempre nuovi operatori privilegiati, prevalentemente formati nelle *business schools* di matrice anglosassone. A prescindere dalla natura concreta dei soggetti ai quali si chiede un contributo, c’è da chiedersi il significato dei due aggettivi *fair e substantial*. Si tratta, come tali, di espressioni velate di retorica che, tuttavia, implicano scelte concrete di politica fiscale. In questo senso, una tassazione *fair* del settore finanziario dovrebbe basarsi sull’esistenza di “vantaggi non giustificati” precedentemente concessi a tale settore, che vanno eliminati soprattutto per realizzare una più “efficiente” allocazione delle risorse. D’altra parte, il contributo richiesto al settore finanziario dovrebbe anche assicurare un “sostanziale” effetto redistributivo a carico dei redditi eccessivamente alti dei dirigenti al vertice delle istituzioni finanziarie, i quali verrebbero, quindi, “colpiti” non tanto in quanto beneficiari di ingenti vantaggi, ma semplicemente perché titolari di redditi notevolmente superiori alla media. E’ importante, allora, notare che questo effetto redistributivo sui redditi alti si produce molto più facilmente con la FAT, specialmente nelle sue versioni operative che mirano a colpire le posizioni di rendita, mentre il meccanismo della FTT potrebbe risultare meno efficace, soprattutto perché gli operatori del settore finanziario potrebbero con una certa facilità trasferire l’onere della nuova tassazione sulla clientela, o più in generale, sugli “utilizzatori” dei servizi finanziari. Tale modesta efficacia redistributiva, si ritrova, peraltro, anche in alcune versioni operative della FAT, più “morbide” di quella precedentemente citate che colpisce le “rendite” del settore. In definitiva, la FAT risponde alla finalità di garantire un’equa ripartizione fra gli operatori finanziari degli oneri del risanamento, in applicazione del criterio economico di riparto c.d. delle “esternalità negative”, e cioè della compensazione delle

economie e diseconomie esterne, comunemente conosciuto come la regola comunitaria del “chi inquina paga”<sup>173</sup>.

Il terzo obiettivo è quello di ridurre i comportamenti indesiderati dal mercato e, in particolare, quelli che ne compromettono la stabilità. Rispetto a questo obiettivo, la Commissione riteneva che mentre la FAT rappresenta uno strumento soltanto indiretto di contrasto all’assunzione di rischi effettivi, la FTT costituisce, invece, un mezzo più idoneo a scoraggiare l’operatività di breve periodo finanziata “a debito” sugli strumenti derivati.

Scoraggiando questo tipo di operazioni, si raggiungerebbe una più contenuta volatilità del mercato. Alcuni critici osservano, però, che l’aumento della tassazione finirebbe per scoraggiare non soltanto gli speculatori più incauti (cd. *noise traders*), ma anche gli operatori che operano in base ad “arbitraggi” (cd. *informed traders*) professionalmente corretti, anticipando quelli che sarebbero comunque i movimenti tendenziali futuri del mercato. In altre parole, la stessa conclamata imperfezione del mercati condurrebbe a colpire indistintamente sia le “esternalità negative” sia quelle positive. Anche gli stessi studi empirici non sono riusciti a dimostrare che, ad esempio, la STT sia stata capace di ridurre la volatilità di breve o la formazione di “bolle speculative”.

---

<sup>173</sup> In ambito europeo, il principio “chi inquina paga” è accolto tra i principi fondamentali della politica ambientale dell’UE. L’articolo 191, del Titolo XX Ambiente del TFUE, afferma che questa “è fondata sui principi della precauzione e dell’azione preventiva, sul principio della correzione, in via prioritaria alla fonte, dei danni causati all’ambiente, nonché sul principio «chi inquina paga». Tale principio, inteso inizialmente come principio meramente economico, è diventato nel tempo un principio giuridico, che si presta ad essere applicato attraverso una ampia gamma di strumenti e ad essere interpretato in modi diversi. al contrario un principio di regolamentazione, delineato allo scopo di assicurare l’efficienza economica. L’applicazione più evidente del principio “chi inquina paga” è rappresentata dalle legislazioni fiscali che, in linea con l’approccio pigouviano, impongono una imposta su chi produce un’esternalità negativa, il cui ammontare è pari al danno marginale che l’inquinatore provoca in corrispondenza del livello ottimale di produzione o di inquinamento. Per approfondimenti si rinvia a MELI M., *Le origini del principio “chi inquina paga” e il suo accoglimento da parte della Comunità Europea*, in Riv. Giur. Ambiente, 1989, p. 218.; MELI M., *Il principio “chi inquina paga” nel codice dell’ambiente, in Danno e responsabilità*, 8-9, 2009, pp. 811 ss.

Il quarto obiettivo sarebbe il coordinamento tra i sistemi di tassazione dei singoli Stati membri, ma questo obiettivo si basa sul presupposto (tutto da dimostrare) che l'introduzione di una FTT su base europea, anche se qualitativamente non adeguata, sarebbe comunque preferibile a tassazioni decise da singoli Stati membri e ad una conseguente competizione fiscale all'interno dell'UE. Tuttavia, questo scenario non sembra attualmente realistico in quanto la FTT non è ancora molto diffusa nei singoli Paesi .

Altri possibili fattori da prendere in considerazione nella scelta tra FTT e FAT ( o nessuna delle due) sono i seguenti:

- l'adozione della FTT potrebbe accentuare le tendenze degli attuali sistemi fiscali a trattare preferenzialmente con maggiore favore gli strumenti di debito rispetto a quelli di capitale, infatti, le transazioni sul mercato secondario che sarebbero colpite dalla FTT, riguardano prevalentemente gli strumenti di capitale di rischio (es. azioni).
- una FTT adottata in tutta l'UE potrebbe favorire la competitività fiscale dei mercati finanziari extra UE, mentre la FAT in alcune versioni potrebbe non avere tale effetto negativo.
- il meccanismo applicativo della FTT potrebbe creare problemi seri di individuazione delle fattispecie impositive (quali operazioni assoggettare a tassazione); d'altro canto, rispetto alla FAT, la FTT pone minori problemi quanto all'individuazione dei soggetti passivi (si pensi alle difficoltà di distinguere nel concreto le imprese non aventi prevalente attività finanziarie ma dotate di specifiche unità finanziarie operative);
- la FTT è uno strumento meno adeguato rispetto all'obiettivo di aumentare la progressività del sistema fiscale, ma potrebbe essere una soluzione in mancanza di altre, soprattutto quando fossero ritenute politicamente impraticabili.

In conclusione, sussistono diverse buone ragioni che suggeriscono di aumentare la pressione fiscale sul settore finanziario. Tra queste soprattutto il trattamento preferenziale di cui ha finora goduto e l'insufficiente efficacia delle attuali normative regolatrici di fronte ai rischi di crisi finanziarie globali. Tant'è che alcuni Paesi europei hanno già introdotto delle forme di prelievo sui soggetti finanziari, sotto forma di cd. *bank levy*: si tratta tendenzialmente di imposizioni di tipo patrimoniale in cui, a differenza della FAT, la base imponibile si determina assumendo alcune poste dell'attivo o del passivo di bilancio. In alcuni casi, inoltre, il gettito è destinato ad alimentare una sorta di fondo di garanzia da attivare in caso di eventuali future esigenze di salvataggio di imprese bancarie in crisi.

Dal 2011, ad esempio, il Regno Unito ha introdotto una imposizione patrimoniale permanente sulle banche la cui base imponibile dovrebbe essere costituita assumendo talune voci del patrimonio netto e le passività della banca, a cui applicare un'aliquota ordinaria dello 0,05% per il 2011 e dello 0,078% per gli anni successivi. Sono previste, altresì, aliquote ridotte applicabili alle passività a lungo termine ed all'*equity*. Si stima che, una volta entrata a regime, l'imposta dovrebbe procurare un gettito di circa 2,5 miliardi di sterline l'anno (circa 3 miliardi di euro). Anche la Francia e la Germania hanno introdotto prelievi simili che dovrebbero portare alle casse erariali ingenti risorse stimate nell'ordine di oltre un miliardo di euro. La Svezia, invece, nel 2009 ha introdotto la cd. *Stability fee*, un'imposta che si applica sulle passività detenute dalle banche, dedotte del capitale di rischio, dei titoli di debito junior e dei debiti infragruppo, con aliquota dello 0,018% per il 2009 e 2010 e dello 0,036% a regime. Il gettito atteso ammonta a circa il 2,5% del PIL nazionale in 15 anni ed è destinato ad un fondo per la stabilità del sistema bancario.

Tendenzialmente, però, forme di prelievo come queste, commisurate al patrimonio e non alla capacità reddituale, rischiano di sottrarre risorse agli istituti di credito e, quindi, di diminuire la loro capacità di assorbire

eventuali perdite, contraendo, di conseguenza, le potenzialità di concessione del credito all'intero sistema e costituendo, quindi, un indiretto aggravio per imprese e risparmiatori. Infine, la caratteristica di gravare sull'attivo di bilancio, tipica della FAT, non permette di discriminare tra le banche che producono inquinamento finanziario e banche che non lo producono, escludendo proprio le operazioni che, invece, il tributo sulle transazioni finanziarie colpirebbe proprio perché presentano i maggiori rischi di “leva finanziaria”<sup>174</sup>.

### **3.9 L'INTRODUZIONE DELLA *TAXE SUR LE TRANSACTIONS FINANCIÈRES* IN FRANCIA**

La Francia è il primo Paese europeo ad aver istituito, all'inizio del 2012, un'imposta sulle transazioni finanziarie. Fortemente voluta dall'allora presidente Sarkozy, la nuova tassa è stata approvata dal Parlamento francese nell'ambito della I legge correttiva della *Loi de finances 2012*<sup>175</sup>.

L'imposizione, entrata in vigore a partire dal 1° agosto 2012, si traduce nell'applicazione di tre nuove imposte, ma soltanto su alcuni tipi di transazioni finanziarie:

- ❖ **sugli acquisti di azioni** (*taxe sur les acquisitions d'actions –cd. TAAF*);
- ❖ **sul trading ad alta frequenza**(*taxe sur le trading à haute fréquence –cd. TTHF*);
- ❖ **sugli acquisti “a nudo” di Credit Default Swaps** (*taxe sur achat de credit default swaps – cd. TCDS*) sul debito di Stati membri dell'UE.

L'imposta sulle transazioni finanziarie francese è attualmente regolata dal *Code général des Impôts* (articoli da 235 ter ZD a 235 ter ZD ter).

---

<sup>174</sup> Cfr. In tal senso si è espresso GALLO F.,  *Mercati finanziari e fiscalità*, in *Rass. Trib.*, n. 1/2013, p. 21 e ss

<sup>175</sup> Cfr. *Loi n. 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012*, art. 5. Tra i primi commenti si segnala *Taxe sur les transactions financières*, in *La Semaine juridique, édition générale*, n. 18, 30 Avril 2012.

Destinato all'origine a ridurre il deficit francese, il ricavato della nuova imposizione fiscale dovrebbe essere destinato all'aiuto allo sviluppo, ma non è stata data ancora alcuna chiara indicazione sulla relativa ripartizione.

Nell'ambito della riforma fiscale del 16 agosto 2012, l'imposta sugli acquisti di azioni (TAAF) è stata perfezionata con un aumento del relativo tasso allo **0,2%** dell'ammontare di ciascuna transazione interessata. Il governo francese ipotizza di ricavare dal gettito della nuova tassa a pieno regime un'entrata di circa 1,5 miliardi di euro all'anno.

La TAAF riguarda gli acquisti di azioni (o altri titoli di capitale o assimilati) di imprese con sede legale in Francia e quotate a Parigi con una capitalizzazione di borsa superiore al miliardo di euro al 1° dicembre precedente all'anno d'imposizione<sup>176</sup>. Secondo l'*Arrêté* del Ministero dell'Economia e finanze del 12 luglio 2012 che ne ha fissato la lista, 109 imprese francesi rispondono attualmente alla definizione prevista dal Codice.

Ogni acquisto di titolo francese quotato sulla Borsa di Parigi, qualunque sia il luogo nel quale sia stato effettuato, sarà assoggettato ad imposizione. Ad esempio, un investitore con base a New York che decida di acquistare un'azione LVMH quotata 120,5 euro a Parigi, pagherà lo 0,2% di imposta supplementare all'acquisto, ovvero 24,1 centesimi di euro.

Il legislatore ha previsto peraltro l'**esonero** dall'imposta per diverse operazioni<sup>177</sup>, tra le quali in particolare:

- ❖ gli acquisti realizzati nell'ambito di emissione di titoli sul mercato primario;
- ❖ le operazioni realizzate dalle camere di compensazione e dai depositari centrali nell'ambito dell'esercizio delle loro normali attività;

---

<sup>176</sup> Cfr. *Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD, I.

<sup>177</sup> Cfr. *Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD, II.

- ❖ le operazioni effettuate con l'obiettivo di assicurare la liquidità del mercato, nell'ambito di attività per la tenuta del mercato;
- ❖ le operazioni realizzate per conto delle società emittitrici in vista di favorire la liquidità delle loro azioni nel quadro di pratiche di mercato ammesse e accettate dall' *Autorité des marchés financiers* (AMF);
- ❖ le acquisizioni di titoli realizzati nel quadro di talune operazioni tra società membri dello stesso gruppo o operazioni di ristrutturazione, a condizione, per queste ultime, che esse beneficino del regime fiscale di favore;
- ❖ le operazioni di cessione temporanea di titoli (prestiti - prestiti di titoli, transazioni di acquisto-rivendita o di vendita - riscatto);
- ❖ gli acquisti e riscatti effettuati in vista della loro destinazione a meccanismi di risparmio salariale;
- ❖ le acquisizioni di obbligazioni scambiabili o convertibili in azioni.

L'imposta sarà applicata, al tasso dello 0,2%, sul valore d'acquisto del titolo ed è dovuta sulla posizione netta consegnata alla data del regolamento; pertanto acquisti e vendite eseguiti nella stessa giornata verranno compensati ai fini dell'imposta, che dovrà essere dichiarata e liquidata entro il 25 del mese seguente a quello dell'acquisto.

E' tenuto al pagamento dell'imposta il broker finanziario che ha eseguito l'ordine d'acquisto o, in mancanza, l'istituto bancario responsabile della custodia del conto strumenti finanziari per l'acquirente. Sarà la camera di compensazione francese, *Euroclear France*, intermediario tra l'acquirente e il venditore del titolo, a raccogliere il ricavato della tassa e a versarlo al Tesoro francese.

La riforma fiscale dell'estate 2012 ha esteso, inoltre, il campo di applicazione della TAAF ai "titoli (rappresentanti le azioni delle 109 imprese interessate dalle tassa) emessi da una società, qualunque sia il luogo di stabilimento della sua sede sociale", relativi in particolare alle



imprese francesi quotate a New York attraverso certificati negoziabili (gli *American Depositary Receipts - ADR*); la legge, tuttavia, ha previsto l'attuazione della tassazione su questi tipi di titolo solo a partire dal 1° dicembre 2012.

Per quanto riguarda le operazioni di *trading ad alta frequenza*, soggiacciono alla nuova imposta, la **TTHF**, tutte le imprese che operano in Francia, pertanto non solo le imprese francesi, ma anche le succursali di società straniere, con un campo di applicazione più ampio di quello della TAAF (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, I).

Il legislatore francese ha stabilito che “*costituisce un’operazione ad alta frequenza su titoli di capitale il fatto di indirizzare a titolo abituale ordini, facendo ricorso a meccanismi di trattamento automatizzato di tali ordini caratterizzato dall’invio, la modifica o l’annullamento di ordini successivi su un determinato titolo separati da uno scarto di tempo inferiore ad una soglia fissata per decreto. Tale soglia non può essere superiore ad un secondo*”<sup>178</sup>.

Il *Décret* di attuazione del 7 agosto 2012 ha fissato lo scarto temporale in mezzo secondo ed ha stabilito anche una soglia di “proporzione”, al di sopra della quale le operazioni di annullamento e di modifica degli ordini sono comunque soggette alla tassa: l’operatore dovrà pagare l’imposta, pari allo 0,01% dell’ammontare degli ordini annullati o modificati che superino l’80% del totale degli ordini trasmessi in una giornata di borsa (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, IV). La TTHF dovrebbe rendere meno valide economicamente le operazioni di *trading* ad alta frequenza realizzate sul territorio francese e non si prevedono da questa tassa entrate significative per il bilancio nazionale.

La terza imposta sulle transazioni finanziarie riguarda, infine, l’**acquisto di Credit Default Swaps - CDS** (contratti di scambio sui rischi di insolvenza/ *contrats d’échange sur défaut*) di uno Stato dell’UE, che

---

<sup>178</sup> Cfr. *Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, II

avvengano da parte di acquirenti di CDS che non dispongono di titoli rappresentanti il debito di tale Stato – o non siano in posizione per acquistarne al momento dell’acquisto di CDS. La TCDS si applica per conseguenza alla conclusione dell’acquisto del CDS “a nudo” (senza possesso di titolo), al tasso dello 0,01% del valore nozionale del contratto di scambio (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD ter).

Per i prodotti finanziari più complessi, il governo francese ha, invece, preferito attendere l’evoluzione delle posizioni degli altri Paesi dell’Unione europea sull’introduzione di un’imposta sulle transazioni finanziarie a livello europeo.

Forti dubbi vengono avanzati sull’effetto dissuasivo di questa nuova tassa sulla speculazione, sia da parte degli investitori che dai sostenitori dell’opportunità di tassare le transazioni finanziarie. Secondo le previsioni di una parte degli operatori del settore finanziario l’applicazione della tassa non dovrebbe provocare grosse fughe di capitali, data l’esiguità delle aliquote rispetto ai guadagni percentuali per i quali si attivano determinate operazioni finanziarie. Per i sostenitori di una finanza più responsabile, d’altro canto, la nuova tassazione delle transazioni finanziarie approvata in Francia, è ancora lontana da una vera e propria “*Tobin tax*”.

La TAAF adottata in Francia, in particolare, presenta significative differenze rispetto alla proposta di direttiva UE su un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie. Il campo di applicazione della TAAF, che colpisce i titoli di capitale, è molto più ristretto di quello della FTT, che dovrebbe essere applicata a tutti i tipi di prodotto finanziario, compresi i c.d. derivati, e anche il campo territoriale di applicazione delle due tassazioni è differente: la TAAF si applica quando il titolo acquistato sia stato emesso da un’impresa emittitrice francese, indipendentemente dal luogo di realizzazione della transazione o dal luogo di stabilimento del venditore, dell’acquirente o dell’intermediario finanziario; la tassa europea, invece, si basa - nella proposta - sul criterio di residenza o di stabilimento

all'interno dell'UE di almeno una delle parti della transazione. Infine, per quanto riguarda la TAAF, i casi di esonero sono molto più numerosi di quelli previsti dalla proposta di direttiva UE

## **CAPITOLO IV**

### **L'IMPOSTA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE NELLA NORMATIVA NAZIONALE**

**SOMMARIO:** 4.1 Tratti generali dell'imposta – 4.2 L'imposizione sui trasferimenti di proprietà di azioni o altri strumenti finanziari partecipativi – 4.2.1 Presupposto territoriale – 4.2.2 La determinazione della base imponibile attraverso la regola del “netting” – 4.3. L'imposizione delle operazioni su strumenti finanziari derivati ed altri valori mobiliari – 4.3.1 La verifica del criterio della prevalenza dell'elemento partecipativo – 4.3.2 Operazioni su derivati rilevanti ai fini dell'applicazione dell'imposta – 4.3.3 Soggetti passivi e valore dell'operazione – 4.3.4 Il regolamento fisico del contratto derivato – 4.4 L'imposizione sulle operazioni ad alta frequenza - 4.5 La disciplina delle operazioni escluse ed esenti – 4.5.1 Esclusioni – 4.5.2 Esenzioni – 4.6 Soggetti responsabili del versamento, obblighi strumentali e dichiarativi – 4.6.1 Implicazioni internazionali delle disposizioni previste per gli intermediari esteri – 4.7 Accertamento, riscossione, sanzioni e modalità di rimborso – 4.8 Giustificazione dell'imposta in base ai principi costituzionali di capacità contributiva ed uguaglianza sostanziale

#### **4.1 TRATTI GENERALI DELL'IMPOSTA ITALIANA**

Nel nostro ordinamento, l'imposta sulle transazioni finanziarie è stata introdotta mediante il “maxiemendamento” governativo alla Legge di stabilità per il 2013 (d'ora innanzi: “la Legge”)<sup>179</sup>, con decorrenza dal 1° marzo 2013.

La normativa primaria è stata successivamente completata con:

- il Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze (“MEF”) del 21 febbraio 2013<sup>180</sup>, con il quale (ai sensi dell'art. 1, comma 500, della Legge) sono state stabilite le modalità di applicazione dell'imposta (di seguito, indicato come “il Decreto attuativo”;

---

<sup>179</sup> Cfr. Art. 1, commi da 491 a 500, Legge 24 dicembre 2012, n. 228.

<sup>180</sup> Pubblicato in G.U. n. 50 del 28 febbraio 2013.

- il Decreto del MEF 18 marzo 2013<sup>181</sup> correttivo di un refuso nell'art. 17, comma 3, e modificativo dell'art. 19, comma 4, del Decreto precedente, cosicché, per l'individuazione degli Stati "virtuosi" - come tali intendendosi gli Stati o territori esteri i cui intermediari finanziari sono fiscalmente equiparati a quelli nazionali -, l'esistenza di accordi per lo scambio di informazioni o per l'assistenza al recupero dei crediti fiscali è ora prevista come alternativa;

- il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate (Prot. 2013/26948) pubblicato sul sito internet dell'Agenzia il 1° marzo 2013, modificato successivamente da un altro Provvedimento direttoriale pubblicato il 29 marzo (Prot. 2013/40010), contenente l'elenco (ai sensi dell'art. 19, comma 4, del Decreto) dei predetti Stati "virtuosi";

- il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate (Prot. 2013/87896) del 18 luglio 2013, recante la definizione degli adempimenti dichiarativi, delle modalità di versamento della FTT, dei relativi obblighi strumentali, delle modalità di rimborso ai sensi degli artt. 19 e 22 del Decreto;

- il Decreto del MEF del 16 settembre 2013<sup>182</sup> (di seguito solo D.M. 16 settembre 2013) con il quale vengono precisati alcuni aspetti «controversi» del precedente Decreto del 21 febbraio 2013, nell'ottica di una maggiore sistematicità dell'impianto normativo, tenendo anche conto delle osservazioni pervenute al Dipartimento delle Finanze a seguito di una consultazione pubblica conclusasi il 30 agosto 2013<sup>183</sup>;

- la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 62/E del 4 ottobre 2013, che istituisce i codici tributo per il versamento, tramite modello F24, della ITF.

---

<sup>181</sup> Pubblicato in G.U. n. 73 del 27 marzo 2013.

<sup>182</sup> Per approfondimenti sulle modifiche apportate con il D.M. 16 settembre 2013 alla disciplina attuativa dell'imposta si vedano MIGNARRI E., *L'imposta sulle transazioni finanziarie dopo le modifiche e le integrazioni del correttivo*, in *Il Fisco*, n. 37/2013, p. 2-5787 e ss.;

<sup>183</sup> Cfr. Ministero dell'economia e delle finanze, Risposte a quesiti 8 agosto 2013, e 26 agosto 2013, in *Banca Dati BIG Suite*, IPSOA.

- la Delibera CONSOB del 13 marzo 2013, n. 18494, recante le modalità per il riconoscimento della qualifica di *market maker* agli effetti della disciplina tributaria in commento.

Ne consegue che lo scenario normativo in cui ci si muove è quello di un'imposta ancora lontana da un assetto definitivo, caratterizzata dalla interrelazione e dalla sovrapposizione di una serie di previsioni frammentate.

Inoltre, i tratti caratteristici dell'imposta italiana, oltre ad evocare una certa somiglianza con l'abrogata tassa sui contratti di borsa<sup>184</sup>, risultano piuttosto differenti rispetto a quelli delineati dalla Proposta di direttiva europea.

Difatti, rispetto alla FTT europea l'imposta nazionale:

- presenta un campo di applicazione più ristretto;
- non presuppone la necessaria partecipazione alle operazioni di intermediari finanziari;
- prevede il principio della residenza degli emittenti, piuttosto che degli intermediari;
- prevede il “*netting*” tra acquisti e vendite giornaliere dello stesso strumento finanziario;
- pur obbligando al versamento dell'imposta gli intermediari, individua un diverso ambito di soggetti passivi;
- prevede numerosi casi di esclusione ed esenzione.

---

<sup>184</sup> La tassa sui contratti di Borsa era una tassa “speciale” disciplinata dal R.D. n. 3278/1923, come modificato da una lunga serie di provvedimenti normativi che hanno, ora ampliato, ora limitato il suo ambito di applicazione. Il presupposto impositivo della tassa risultava particolarmente ampio, in quanto riferito ai contratti a titolo oneroso aventi ad oggetto azioni, quote di partecipazione in società ed in genere agli altri valori o titoli pubblici e privati, negoziati o meno nei mercati regolamentati. Per ciascuna tipologia contrattuale, inoltre, erano previsti tre diversi livelli di imposizione, a seconda della natura dei titoli o dei valori trasferiti. L'effettivo ambito di applicazione della tassa era, tuttavia, circoscritto in maniera rilevante dalla previsione di numerose esenzioni. La tassa fu abolita nel 2007 con D.L. 248/2007, (cosiddetto decreto “Milleproroghe”), convertito, con modificazioni, dalla L. 28 febbraio 2008, n. 31, allo scopo di rendere “conforme il regime tributario italiano al disposto della direttiva n. 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), in modo da garantire pari condizioni concorrenziali tra le varie possibili sedi di negoziazione. La norma è volta a rimuovere misure fiscali distorsive della concorrenza”.

Compatibili sono le aliquote, in quanto quella italiana è superiore ai minimi che verrebbero stabiliti in ambito europeo: dello 0,12% sul valore nominale negoziato (se il deal avviene sui mercati regolamentati), dello 0,22% per gli scambi sui mercati OTC. Dal 1° gennaio 2014 l'imposta è stata ridotta in entrambi i casi dello 0,02%, scendendo rispettivamente allo 0,1% e allo 0,2%.

D'altronde, l'ITF presenta molte più similitudini con l'imposta introdotta in Francia nell'agosto 2012, applicabile alle cessioni di titoli azionari e alle operazioni di *high frequency trading* ("HFT") effettuate sui mercati borsistici.

In particolare, l'imposta italiana mutua da quella francese:

- l'assoggettamento al tributo delle sole operazioni riguardanti azioni e altri titoli partecipativi;

- il principio di territorialità (l'imposta ha ad oggetto operazioni relative a titoli partecipativi nazionali ed è indipendente dal luogo di conclusione della transazione e dallo Stato di residenza dei contraenti, salvo quanto previsto per le negoziazioni ad alta frequenza);

- la base imponibile del tributo sui trasferimenti di proprietà di azioni e titoli partecipativi (costituita dal cd. "saldo netto giornaliero delle transazioni");

- l'esenzione/esclusione di talune tipologie di operazioni (ad esempio, quelle su azioni di società quotate aventi capitalizzazione media inferiore a 500 milioni di euro; quelle effettuate nell'attività di *market making* e quelle di riorganizzazione aziendale o infragruppo).

Diversamente dalla Francia, tuttavia, l'Italia assoggetta a tassazione anche le operazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati o equiparati, quelle su azioni e altri strumenti partecipativi non quotati e quelle su

strumenti finanziari derivati aventi come sottostante azioni o, più in generale, “*equity*” domestico<sup>185</sup>.

Un’ulteriore differenza tra la FTT francese e quella italiana consiste nella riscossione dell’imposta che, in Francia è affidata esclusivamente agli intermediari finanziari, mentre in Italia coinvolge in casi residuali anche i soggetti passivi, essenzialmente per intercettare anche le operazioni non effettuate sui mercati in cui non intervengano intermediari finanziari.

L’imposta italiana si applica distintamente a tre diverse fattispecie di operazioni finanziarie:

- ❖ trasferimenti di azioni e altri strumenti partecipativi;
- ❖ derivati su azioni e sui predetti strumenti;
- ❖ negoziazioni ad alta frequenza o “*High Frequency Trading*”.

Per ognuna delle fattispecie valgono regole specifiche, il cui denominatore comune è rappresentato dal sottostante economico, costituito da titoli partecipativi domestici (elemento “statico” del presupposto impositivo). Sono state, tuttavia, previste fattispecie generali di esclusione dal tributo, nonché regole comuni per la dichiarazione, l’accertamento e la riscossione.

L’entità del prelievo costituisce un elemento fortemente distintivo delle tre fattispecie soggette alla ITF, atteso che l’aliquota passa dallo 0,2% per i trasferimenti di titoli partecipativi allo 0,02% delle operazioni di HFT, mentre l’imposta è addirittura fissa nel caso dei derivati, seppur differenziata per scaglioni di valore nozionale e tipologia di contratto.

L’imposta, infine, è entrata in vigore in maniera diversificata nel corso del 2013:

- ❖ il 1° marzo 2013 per quanto riguarda le azioni;

---

<sup>185</sup> In Francia, la tassazione delle operazioni in derivati è limitata all’acquisto di *credit default swap* su debito sovrano europeo, quando non finalizzato alla copertura di posizioni “lunghe”.



- ❖ il 1° luglio 2013 per quanto riguarda i derivati;
- ❖ per quanto riguarda gli *high frequency trading*:
  - il 1° marzo 2013 se tali operazioni riguardano azioni;
  - il 1° luglio 2013 se tali operazioni riguardano derivati.

Di seguito, vengono analizzate singolarmente le tre fattispecie oggetto di imposizione, al fine di verificare se le stesse possano essere ricondotte ad un unico disegno impositivo o se, al contrario, configurino tre tipologie di imposte diverse con ovvie ripercussioni sul piano del rispetto del principio costituzionale della capacità contributiva.

#### **4.2 L'IMPOSIZIONE SUI TRASFERIMENTI DI PROPRIETÀ DELLE AZIONI E DEGLI ALTRI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI**

La prima fattispecie soggetta ad imposizione ai sensi dell'art. 1 comma 491, della Legge, è quella relativa alle transazioni aventi ad oggetto **azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi degli stessi**.

In particolare, l'imposta si applica al **trasferimento di proprietà** delle azioni e degli strumenti finanziari e partecipativi emessi da società residenti nel territorio dello Stato (dove la residenza si intende determinata sulla base della sede legale, v. infra par. successivo), nonché al trasferimento della proprietà dei titoli rappresentativi dei predetti strumenti, a prescindere dal luogo di residenza del soggetto emittente. È soggetto all'imposta anche il trasferimento di proprietà di azioni o di altri strumenti finanziari partecipativi che avvenga per effetto della conversione di obbligazioni, nonché quello derivante dallo scambio o dal rimborso delle obbligazioni, con azioni o altri strumenti finanziari partecipativi.

Partendo, quindi, dall'oggetto del trasferimento, esso è costituito:

a) dalle azioni emesse da società per azioni, in accomandita per azioni, società europee e cooperative per azioni<sup>186</sup> in quanto rappresentate da titoli. Risultano quindi escluse dal campo di applicazione dell'imposta le quote di società a responsabilità limitata e di società di persone<sup>187</sup>, nonché di altri enti pubblici o privati, commerciali e non.

b) dagli strumenti finanziari partecipativi emessi ai sensi dell'art. 2436, comma 6, cod. civ. (partecipativi ai risultati della società) e dell'art. 2447-ter, comma primo, lett. e) (partecipativi ai risultati di un singolo affare) emessi dalle suddette società<sup>188</sup>.

c) dai certificati di deposito o da altri certificati di rappresentativi di azioni o strumenti finanziari. Sono inclusi nell'ambito applicativo della ITF, a prescindere dalla residenza dell'emittente, anche certificati quali gli *American Depositary Receipt* ("ADR")<sup>189</sup> e i *Global Depositary Receipt* ("GDR")<sup>190</sup>.

Con riferimento alle azioni *sub a)* va specificato che rilevano solo i trasferimenti aventi ad oggetto azioni negoziate in mercati regolamentati

---

<sup>186</sup> Più precisamente, ai sensi dell'art. 1, comma 2, lettera c), del Decreto attuativo, ai soli fini della ITF vanno ricompresi nella categoria delle "azioni", anche se di categoria speciale e indipendentemente dall'attribuzione di diritti amministrativi e patrimoniali: i titoli di partecipazione al capitale di società per azioni, società in accomandita per azioni e Società Europee di cui al regolamento (CE) n. 2157/2001, nonché le quote di partecipazione al capitale di società cooperative e di mutue assicuratrici (a meno che l'atto istitutivo non preveda l'applicazione della disciplina delle società a responsabilità limitata).

<sup>187</sup> L'esclusione delle società di persone ed a responsabilità limitata, se da un lato rappresenta una scelta condivisibile con la *ratio* che ispira l'imposta, dall'altro pone il tema relativo alla possibilità che venga contestato l'abuso del diritto in quelle ipotesi di trasformazione della struttura societaria in una società di capitali o viceversa; tali operazioni, infatti, a seguito della contestazione da parte dell'Amministrazione finanziaria, potrebbero assumere rilevanza ai fini dell'applicazione dell'ITF.

<sup>188</sup> In questo modo, il Decreto ha ampliato la fattispecie rispetto a quanto stabilito dalla Legge che, al comma 491, si limitava a contemplare gli strumenti di cui al sesto comma dell'art. 2346.

<sup>189</sup> L'*American Depositary Receipt* è un certificato destinato al mercato finanziario americano, rappresentativo di un certo numero di azioni di una società estera collocata presso una banca depositaria la quale, a sua volta, provvede all'emissione dei certificati rappresentativi (gli ADR, appunto) e a gestire in apposite scritture gli esiti delle negoziazioni effettuate sui mercati. L'investitore in ADR può in ogni momento ottenere la consegna dei titoli sottostanti; in ogni modo - anche detenendo ADR - l'investitore è legittimato all'esercizio dei diritti corporativi (voto in assemblea) e patrimoniali (percezione dei dividendi) relativi alle azioni sottostanti.

<sup>190</sup> Il *Global Depositary Receipt* è affine all'ADR, ma diversamente da questo è destinato a circolare su una pluralità di mercati finanziari internazionali.

emesse da società la cui capitalizzazione media nel mese di novembre dell'anno precedente è superiore a 500 milioni di euro, ovvero azioni non negoziate in mercati regolamentati. Tale previsione rappresenta una ulteriore differenza rispetto all'imposta francese per la quale sono irrilevanti ai fini del tributo tanto le azioni emesse da società non quotate, quanto quelle emesse da società quotate con una bassa capitalizzazione.

Con riferimento agli strumenti *sub b)*, in linea generale, si dovrebbe ritenere che gli strumenti rientranti nell'ambito di applicazione dell'imposta siano tutti quelli, compatibili con le norme codicistiche richiamate dal Decreto, che comunque realizzino *“una qualsiasi forma di partecipazione del titolare ai risultati della società o di alcuni suoi rami di attività”*, ivi inclusi gli strumenti partecipativi emessi a fronte di apporti che non comportano un aumento del capitale sociale, quali gli apporti di opera o servizi<sup>191</sup>. Su questa scia, vanno considerati comunque estranei all'ambito applicativo della ITF sia gli strumenti finanziari *“intermedi”* emessi ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, cod. civ., il cui capitale è rimborsabile in funzione all'andamento economico della società<sup>192</sup>, sia gli strumenti finanziari cd. *“ibridi”* emessi dalle banche ai sensi dell'art. 12 TUB, a prescindere dalla forma di partecipazione ai risultati dell'emittente che

---

<sup>191</sup> Non è del tutto chiaro se il riferimento del Decreto a strumenti che realizzino *“una qualsiasi forma di partecipazione del titolare ai risultati della società o di alcuni suoi rami di attività”* comporti una qualche rilevanza, ai fini della ITF, della prassi interpretativa formatasi in relazione ad altre imposte. In particolare, data l'assonanza della formulazione normativa, il dubbio riguarda i requisiti stabiliti per la *“similarità”* alle azioni dall'art. 44, comma 2, lettera a), TUIR, che evoca una remunerazione *“costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale i titoli e gli strumenti finanziari sono stati emessi”*. A tal proposito, si rammenta, l'Agenzia ha adottato una nozione restrittiva della partecipazione ai risultati economici, considerando rilevante solo quella che condizioni la remunerazione nell'*an*, oltre che nel *quantum*.

<sup>192</sup> Benché si tratti comunque di titoli che, come quelli di cui all'art. 2346, sesto comma, risentono dei risultati economici dell'emittente, gli strumenti ex art. 2411 sono soggetti alla disciplina delle obbligazioni, in quanto compatibile. Peraltro, un eventuale assoggettamento di questi strumenti alla ITF sarebbe in contrasto con la disciplina comunitaria concernente le imposte indirette sulla raccolta di capitali (direttiva 2008/7/CE) che fa divieto di assoggettare a tassazione indiretta *“i prestiti, ivi comprese le rendite, contratti sotto forma di emissione di obbligazioni o di altri titoli negoziabili ... e tutte le formalità ad essi relative, nonché la creazione, l'emissione, l'ammissione in borsa, la messa in circolazione o la negoziazione di tali obbligazioni o di altri titoli negoziabili”*.

possa derivarne<sup>193</sup>. Parimenti, non dovrebbero essere rilevanti ai fini della ITF, gli strumenti che consentano la partecipazione ai risultati di una società residente emessi dalla controllante estera, in ragione della non residenza nazionale dell'emittente e della non configurabilità come titoli rappresentativi (che comunque surrogano la circolazione di titoli emessi) o come contratti derivati.

Sono, infine, escluse dall'ambito oggettivo dell'imposta, le partecipazioni in OICR mobiliari e immobiliari, comprese le azioni emesse da SICAV<sup>194</sup> e ciò al fine di evitare duplicazioni economiche del prelievo, tenuto conto che tali organismi devono già assolvere l'imposta sull'investimento nei sottostanti costituiti da azioni o altri strumenti partecipativi emessi da società nazionali. Per gli stessi motivi, sono esclusi dal prelievo i trasferimenti di quote di *Exchange Traded Fund* ("ETF"), che comunque costituiscono OICR<sup>195</sup>.

Passando, ora, ad esaminare le transazioni rilevanti, l'art. 1, comma 491, della Legge e l'art. 3 del Decreto individuano quale elemento dinamico del presupposto impositivo il "trasferimento della proprietà" per causa diversa dalla successione *mortis causa* o dalla donazione.

Sebbene la legge non fornisca particolari elementi, se non in negativo, per individuare la causa o le cause che possono qualificare l'effetto traslativo queste possono essere individuate in tutti i negozi suscettibili di produrre l'acquisto a titolo derivativo ed oneroso della proprietà di azioni, strumenti

---

<sup>193</sup> Sebbene non menzionati esplicitamente dal Decreto, si ritiene che tali strumenti non possano essere considerati rilevanti ai fini della ITF, anche quando rappresentativi di patrimonio netto ai sensi dello IAS 32, non sono né azioni né strumenti partecipativi ai sensi degli artt. 2346, comma 6, e 2447-ter, comma 1, lettera e), cod. civ.

<sup>194</sup> Cfr. art. 2, comma 2, del Decreto.

<sup>195</sup> La Relazione, peraltro, specifica che l'imposta non è dovuta nemmeno quando quote di ETF siano emesse a fronte del conferimento contestuale di azioni o altri strumenti finanziari partecipativi o titoli rappresentativi, al fine di evitare una duplicazione dell'imposta già assolta dai partecipanti per l'acquisto delle azioni conferite nell'ETF (se, invece, a fronte dell'emissione di quote di ETF fosse conferito denaro, l'imposta sarebbe dovuta dall'ETF all'acquisto delle azioni). Il Provvedimento Banca d'Italia, 8 maggio 2012 ("Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio") chiarisce che la sottoscrizione di OICR può avvenire attraverso il conferimento di strumenti finanziari (quotati) nel solo caso di "fondi indice" (e comunque nella composizione che riproduce l'indice in conformità del quale il fondo investe).

finanziari o certificati di deposito. In via residuale, inoltre, dovrebbe costituire trasferimento rilevante anche quello a titolo gratuito, in assenza di una finalità liberale (come quella richiesta per le uniche fattispecie di trasferimento di proprietà *a titolo definitivo* espressamente escluse, derivanti da successione o donazione), considerata anche la possibilità di determinare il valore della transazione (di cui all'art. 4 del Decreto) assumendo il valore normale, in assenza di corrispettivo.

Coerentemente con tale definizione, oltre agli acquisti dipendenti da donazione o successione, non sono rilevanti:

*i)* gli acquisti a titolo originario, fra i quali possono farsi rientrare le operazioni di emissione e di annullamento dei titoli azionari e degli strumenti finanziari esclusi dalla ITF ai sensi del comma 491 della Legge e dell'art. 15, comma 1, lettera d, del Decreto;

*ii)* gli acquisti aventi ad oggetto diritti parziari come l'usufrutto e inizialmente anche la nuda proprietà. Difatti, nel trasferimento della nuda proprietà o dell'usufrutto nessuna delle parti conserva o acquisisce lo stato di socio in modo "pieno" in quanto, ai sensi dell'art. 2352 cod. civ., i diritti corporativi e il diritto agli utili spettano all'usufruttuario, mentre il nudo proprietario partecipa al capitale dell'emittente. Siffatta esclusione avrebbe favorito l'elusione del prelievo, attraverso la strumentale scissione del diritto "pieno", il cui trasferimento è soggetto alla ITF, in due diritti parziari il cui trasferimento sarebbe escluso. Tant'è che con D.M. del 16 settembre 2013, il MEF ha modificato la versione iniziale dell'art. 2 del decreto attuativo, stabilendo che l'imposta si applica anche nei casi in cui ad essere trasferita è la nuda proprietà dei titoli. Viene, invece, confermata l'esclusione del diritto di usufrutto.

*iii)* le operazioni di conversione di obbligazioni in azioni di nuova emissione e di acquisizione temporanea di titoli o strumenti partecipativi di cui alla lettera e) dell'art. 15, comma 1, implica il non assoggettamento al prelievo dei trasferimenti di proprietà che concretizzano un effetto

secondario e strumentale di negozi privi di causa traslativa, come i trasferimenti scaturenti dalla costituzione o restituzione di *collateral* nell'ambito di garanzie finanziarie, o quelli derivanti da rapporti di deposito irregolare.

*iv)* i trasferimenti di proprietà di azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emesse da società la cui capitalizzazione media nel mese di novembre dell'anno precedente a quello in cui avviene il trasferimento sia inferiore a 500 milioni di Euro

Ulteriori ipotesi sono ricavabili indirettamente dalle fattispecie di esclusione elencate nell'art. 15 del Decreto (vedi *infra* par. 4.5.1).

Tra le operazioni imponibili sono quindi comprese innanzitutto le compravendite, a pronti o a termine, anche se derivanti dall'esercizio di un diritto di opzione o dall'esecuzione di un contratto derivato. Sono inoltre imponibili le permutate e gli scambi azionari<sup>196</sup>.

Potrebbero, inoltre, reputarsi soggette al tributo le assegnazioni di azioni ai dipendenti, connotate dalla gratuità ma non da una finalità liberale, salvo che non abbiano ad oggetto azioni o strumenti finanziari partecipativi di nuova emissione. Sarebbero, invece, estranei al suo ambito applicativo gli apporti di azioni e strumenti partecipativi in *trust* che siano retti da una finalità liberale (per i *trust* di garanzia, invece, l'irrilevanza dei trasferimenti azionari conseguirebbe all'esclusione dal presupposto dei trasferimenti di proprietà temporanei, di cui si è detto).

Sono da ricomprendere nell'ambito applicativo della ITF anche i conferimenti di azioni o altri titoli partecipativi (in quanto ciò è compatibile con la direttiva 2008/7/CE, concernente le imposte indirette sulla raccolta di capitali, che esclude dal divieto di applicare imposte indirette sulle operazioni di conferimento di capitali, tra gli altri, i conferimenti di titoli e altri strumenti finanziari, ammettendo l'applicazione delle “*imposte sui*”

---

<sup>196</sup> In questi casi, infatti, il trasferimento della proprietà rilevante ai fini impositivi è definitivo, riguarda un titolo già emesso e avviene in via onerosa per l'acquirente, per consentirgli di assumere lo *status* di socio dell'emittente o di suo “partecipante”.

*trasferimenti di valori mobiliari, riscosse forfettariamente o no*)<sup>197</sup>, fatta eccezione per quelli che si configurano come operazioni di ristrutturazione ai sensi dell'art. 4 della citata direttiva e secondo quanto espressamente previsto dall'art. 15, comma 1, lettera h), del Decreto.

#### **4.2.1 PRESUPPOSTO TERRITORIALE**

Per quanto riguarda la territorialità dell'imposta, la norma stabilisce che sono imponibili le transazioni aventi ad oggetto il trasferimento della proprietà di azioni emesse da “ *società residenti* ” nel territorio dello Stato.

Di conseguenza, l'imposta è dovuta a prescindere sia dal Paese in cui vengono concluse le transazioni, sia dalla residenza dei contraenti, ragion per cui la tassazione risulta estesa anche alle transazioni tra soggetti non residenti che operano all'estero, purché riguardino azioni e strumenti partecipativi emessi da soggetti residenti.<sup>198</sup>

Pertanto, come in Francia, anche l'imposta italiana sui trasferimenti di azioni un criterio di territorialità imperniato sulla residenza nazionale della società emittente. L'art. 2, secondo periodo, del Decreto attuativo introduce, però, una definizione propria di residenza stabilendo che, ai fini dell'imposta in discussione, la residenza “è determinata sulla base della sede legale”. Non rilevano, quindi, il luogo di conclusione dell'operazione, lo Stato di residenza dei contraenti e la sede del mercato regolamentato presso cui sono eventualmente negoziati i titoli<sup>199</sup>.

---

<sup>197</sup> Qualche dubbio potrebbe semmai derivare dalla precisazione fornita dalla Relazione con riguardo ai conferimenti in ETF secondo la quale l'imposta non è dovuta nemmeno quando quote di ETF siano emesse a fronte del conferimento contestuale di azioni o altri strumenti finanziari partecipativi o titoli rappresentativi, al fine di evitare una duplicazione dell'imposta già assolta dai partecipanti per l'acquisto delle azioni conferite nell'ETF (vedi precedente nota 192): le medesime finalità di evitare la doppia imposizione economica nel rapporto tra beni di primo e di secondo grado potrebbero, infatti, essere invocate anche in merito all'applicabilità della ITF ai conferimenti in società.

<sup>198</sup> Per un commento sui possibili contrasti del presupposto territoriale dell'imposta nazionale con il diritto comunitario si veda PELLECCIA M., *Imposta sulle transazioni finanziarie criticità del presupposto territoriale*, in *Il Fisco*, n. 30/2014, pp. 2989 e ss.

<sup>199</sup> Nella prima stesura, la territorialità della ITF era individuata in maniera “mista”, attraverso un complesso coordinamento dei tre principi potenzialmente applicabili: (i) la residenza dell'emittente, (ii) il luogo di esecuzione dell'operazione, (iii) la residenza delle controparti;

Appare evidente come la determinazione del criterio di collegamento adottato risulti più limitato rispetto ai canoni ordinari. Generalmente, la residenza di una società risulta determinata sulla base di una serie di variabili che non necessariamente si esauriscono nella individuazione della sede legale<sup>200</sup>. A ben guardare, la scelta di un criterio di residenza più limitato risponde sicuramente ad esigenze di certezza e semplificazione: in tal senso, il riferimento alla sola sede legale consente sia al contribuente, sia agli intermediari, di individuare in modo oggettivo e relativamente agevole la residenza della società emittente.

Per le medesime ragioni, la residenza dell'emittente va individuata in modo puntuale e non durativo, cioè senza che sia richiesto un periodo minimo di residenza ai fini della qualificazione dei requisiti per l'applicazione dell'imposta.

Con riferimento al momento di verifica della sussistenza della sede legale, non vi sono previsioni specifiche, il che rende dubbio se tale verifica debba essere effettuata con riferimento al momento di trasferimento delle azioni oppure al momento della loro emissione. Sul punto, la Relazione illustrativa al Decreto attuativo specifica che nel caso di trasferimento della sede dall'estero all'Italia o viceversa, la nazionalità dell'emittente va determinata in base alla data di efficacia del trasferimento, con ciò chiarendo il momento di efficacia giuridica quantomeno del trasferimento di sede. Sotto il profilo cronologico, dovrebbe comunque rilevare la nazionalità dell'emittente (come sopra determinata) al momento del trasferimento di proprietà dei titoli, piuttosto che al momento della loro emissione, atteso che la stratificazione delle emissioni nel tempo renderebbe impossibile individuare il tempo di emissione degli specifici titoli oggetto di

---

l'imposta si applicava alle compravendite di titoli emessi da residenti ma, se compiuta al di fuori del territorio dello Stato, l'operazione era imponibile soltanto ove (almeno) una delle controparti fosse stata residente in Italia.

<sup>200</sup> Si pensi all'art. 73 del T.U.I.R. che stabilisce una pluralità di criteri di collegamento: oltre alla sede legale, infatti, possono condurre all'integrazione della residenza nel territorio dello Stato anche la sede amministrativa o l'oggetto principale svolto.



trasferimento. Per le Società Europee, la residenza in Italia dovrebbe essere stabilita in base della sede dell'“amministrazione centrale”<sup>201</sup>

Infine, la residenza dell'emittente risulta del tutto ininfluenza quando l'operazione ha ad oggetto “titoli rappresentativi” dei predetti strumenti finanziari partecipativi, atteso che in questo caso l'imposta si applica “*a prescindere dal luogo di residenza dell'emittente del certificato e dal luogo di conclusione del contratto*” (comma 491 della Legge e art. 1, comma 2, lettera e, del Decreto).

Tale criterio di localizzazione del presupposto, se adottato in modo uniforme negli Stati dell'Unione Europea, non solo permetterebbe di evitare anomalie e distorsioni (doppia o nessuna tassazione), ma sarebbe anche idoneo ad evitare la disintermediazione dei mercati finanziari comunitari a vantaggio di altri, pur potendo comunque derivarne un ostacolo all'afflusso di capitali nelle imprese comunitarie.

#### **4.2.2 LA DETERMINAZIONE DELLA BASE IMPONIBILE ATTRAVERSO LA REGOLA DEL “NETTING”**

Le regole relative alla determinazione della base imponibile presentano delle particolarità molto significative. Ai sensi dell'art. 4, comma 1, del Decreto, la base imponibile dell'imposta sui trasferimenti di azioni e altri strumenti finanziari è determinata, per ciascuna categoria di titoli, in funzione del prezzo degli acquisti in ciascuna giornata di riferimento. Se il prezzo delle diverse operazioni di acquisto è diverso, occorre determinarne quello medio ponderato.

Per prezzo di acquisto si intende:

a) “*in caso di acquisto a pronti, il controvalore pagato per l'acquisizione del titolo*”, laddove per “controvalore” si intende il solo corrispettivo, al netto di commissioni ed altri oneri accessori;

---

<sup>201</sup> Ai sensi dell'art. 7, regolamento (CE) 8 ottobre 2001, n. 2157/2001, “*La sede sociale della SE deve essere situata all'interno della Comunità, nello stesso Stato membro dell'amministrazione centrale*”.

b) *in caso di acquisto di azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi, a seguito di regolamento degli strumenti finanziari diversi da quelli negoziati su mercati regolamentati o SMM, il maggiore tra il valore di esercizio (cd. strike price) delle azioni e il prezzo di liquidazione contrattualmente previsto*". Qualora questo valore non venga indicato, si assume come tale il prezzo ufficiale delle azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi sottostanti (se quotati su mercati regolamentati o Smm) registrato nel giorno precedente al regolamento dello strumento finanziario stesso. Qualora le azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi sottostanti non siano quotati su mercati regolamentati o Smm, si assume, per prezzo di liquidazione, il valore normale;

c) *in caso di acquisto di azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi, a seguito di regolamento degli strumenti finanziari derivati negoziati su mercati regolamentati o SMM, il valore di esercizio (c.d. strike price) delle azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli rappresentativi;*

c) *"in caso di conversione, scambio o rimborso di obbligazioni con azioni, strumenti finanziari partecipativi, titoli rappresentativi o strumenti finanziari derivati, il valore indicato nel prospetto di emissione"*. Il riferimento a tale ultimo "valore" appare tuttavia piuttosto indeterminato: basti pensare che di solito anche nel caso di obbligazioni convertibili in cui la "conversione" si verifica sulla base di ragioni di scambio predeterminate fin dall'origine, i prospetti di emissione non "indicano" esplicitamente un valore di acquisto delle azioni, ma piuttosto il prezzo di offerta delle obbligazioni, l'aumento di capitale e il rapporto di conversione<sup>202</sup>;

d) *"in tutti gli altri casi, il corrispettivo contrattualmente stabilito, o in mancanza, il valore normale determinato ai sensi del comma 4, dell'art. 9, del TUIR"*. In generale, l'adozione del valore normale quale criterio

---

<sup>202</sup> Per tale fattispecie, sarebbe stato più ragionevole assumere come valore rilevante ai fini della determinazione del prezzo quello ricavabile dal prodotto tra il prezzo di offerta delle obbligazioni e il rapporto di conversione.

residuale, ancorché inevitabile, comporterà difficoltà e incertezze nella liquidazione dell'imposta, suscettibili di contestazione in sede di accertamento e, ancor prima, da parte della clientela.

Quando il titolo azionario non è denominato in euro, si assume il cambio effettivamente applicato dall'intermediario, se il regolamento avviene in euro; quando il corrispettivo è regolato direttamente in valuta estera, si assume invece il cambio rilevato giornalmente dalla BCE.

Come per la FTT istituita in Francia, la base imponibile dell'imposta per i trasferimenti di proprietà di azioni e di altri strumenti partecipativi è data dal “*valore del saldo netto delle transazioni regolate giornalmente relative al medesimo strumento finanziario e concluse nella stessa giornata operativa da un medesimo soggetto, ovvero il corrispettivo versato*” (comma 491 della Legge). Si tratta della cd. regola del **netting** per la quale rilevano sia gli incrementi numerici delle posizioni “lunghe” su uno stesso titolo rispetto alla giornata precedente, sia i decrementi di posizioni “corte”, atteso che l'art. 4, comma 1, del Decreto fa riferimento alla “*somma algebrica positiva*” delle operazioni giornaliere, senza tener conto del segno della complessiva posizione.

Gli acquisti sono in ogni caso controbilanciati dalle sole vendite giornaliere, il che implica la sostanziale esenzione delle operazioni *intraday* e la non computabilità in avanti degli eventuali saldi giornalieri negativi<sup>203</sup>.

Infine, il saldo netto delle transazioni giornaliere (cd. “*netting*”) va calcolato indipendentemente dalla sequenza temporale delle operazioni riferibili alla stessa giornata (quindi, computando anche le vendite effettuate prima degli acquisti) e distintamente per ciascun soggetto passivo e per ciascuna categoria di titolo (presumibilmente, come individuata dal codice

---

<sup>203</sup> Per approfondimenti circa le conseguenze derivanti dall'esclusione dalla tassa delle transazioni infra-giornaliere sul funzionamento del mercato finanziario si rinvia a MENONCIN F., *Le implicazioni economiche dell'ITF*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 83-87. Le preoccupazioni dell'Autore riguardano anche la penalizzazione dei mercati *over the counter* in quanto queste due peculiarità dell'imposta italiana potrebbero generare un'alterazione del comportamento degli agenti economici sui mercati finanziari, incentivando la speculazione nel primo caso e disincentivando la copertura nel secondo.

ISIN)<sup>204</sup>. Va rilevato, infine, che il *netting* opera solo relativamente a azioni o strumenti finanziari aventi il medesimo emittente.

In sintesi, ai fini del calcolo della base imponibile bisogna prendere in considerazione:

**a)** il termine temporale di riferimento che è essenziale per l'applicazione del *netting*: ne deriva che, mentre chi acquista e rivende lo stesso quantitativo di azioni nella medesima giornata ha una base imponibile per definizione nulla, chi acquista e rivende in due giorni successivi subisce l'imposizione nel giorno dell'acquisto (mentre, ovviamente, non essendovi un saldo positivo nel giorno della rivendita, non sarà dal medesimo soggetto dovuta alcuna imposta);

**b)** il valore positivo del saldo netto della quantità di azioni, strumenti finanziari partecipativi o rappresentativi, acquistati e venduti in quel termine: ne consegue che il soggetto che acquista e rivende il medesimo quantitativo di azioni nello stesso giorno realizzando una rilevante plusvalenza si trova esattamente nella medesima situazione del soggetto che acquista e rivende la stessa quantità di azioni nello stesso giorno realizzando una perdita. L'uno e l'altro presenteranno un saldo per quantità pari a zero e, per entrambi, il valore della base imponibile (cioè la valorizzazione di quel saldo) sarà per definizione nullo.

Il calcolo del *netting* è effettuato dal soggetto responsabile del versamento dell'imposta, e quindi dall'intermediario che interviene nell'esecuzione delle operazioni per conto del cliente. Ai fini del calcolo del saldo netto, il

---

<sup>204</sup> Al riguardo, rileva tuttavia che, in concreto, i sistemi informativi degli intermediari potrebbero consentire la gestione del *netting* solo rispetto ad unità di riferimento più elementari del singolo cliente, costituite dal singolo rapporto (ad es., di deposito) o da tutti i rapporti identicamente intestati. Tali criteri alternativi di aggregazione delle operazioni, specie se determinati dall'organizzazione degli archivi informatici dell'intermediario, devono considerarsi accettabili, risolvendosi in fondo nell'individuazione di un soggetto passivo "virtuale" in funzione delle specifiche condizioni operative che governano le operazioni soggette all'imposta.

responsabile d'imposta tiene conto, in modo separato: (a) degli acquisti e delle vendite effettuati sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione e (b) degli acquisti e delle vendite effettuati al di fuori dei predetti mercati.

La base imponibile dell'imposta è pari al numero dei titoli derivante dalla somma algebrica positiva dei saldi netti così ottenuti, moltiplicato per il prezzo medio ponderato di acquisto. Ai sensi dell'art. 4, comma 3, del Decreto: *“ai fini del calcolo dei saldi netti, non si tiene conto degli acquisti e delle vendite escluse o esenti dall'imposta di cui agli articoli 15 e 16”*. Pertanto, le vendite escluse o esenti non possono essere conteggiate per ridurre gli acquisti imponibili. Del pari, le vendite soggette alla ITF non possono ridurre gli acquisti esenti o esclusi. In sostanza, ciò significa che il saldo netto giornaliero riferibile a ciascun cliente va determinato, alternativamente (poiché ne scaturisce il medesimo risultato), considerando solo gli acquisti e le vendite soggetti alla ITF ovvero assumendo il saldo netto globale giornaliero e riducendolo del saldo netto parziale delle operazioni esenti o escluse.

Consideriamo il seguente esempio di applicazione dell'imposta per il trasferimento della proprietà di azioni:

- Saldo imponibile: è rappresentato dal “netting” di giornata, calcolato compensando le operazioni a parità di posizione fiscale, data contabile e strumento finanziario.
  - *Saldo imponibile* =  $\Sigma$  quantità acquisto -  $\Sigma$  quantità vendita
  
- Prezzo medio di acquisto: corrisponde al rapporto tra somma dei controvalori di acquisto e somma delle quantità acquistate, indipendentemente dal mercato di negoziazione
  - *Prezzo medio acquisto* =  $\Sigma$  controvalori acquisto /  $\Sigma$  quantità acquisto

- Imponibile: corrisponde al saldo imponibile moltiplicato per il prezzo medio di acquisto.
  - $Imponibile = Saldo\ imponibile \times Prezzo\ medio\ acquisto$
- Aliquota media: nei casi in cui il netting tra acquisti e vendite venga determinato da operazioni eseguite sia su mercati regolamentati che “over the counter” si applica l’aliquota corrispondente alla media delle aliquote ponderate in base alle diverse quantità acquistate.

Data	Descr.	Quantità	Prezzo	Controv.	Mercato	Aliquota
1/3	acquisto	1.000,00	5,00	5.000,00	Regolam.	0,12%
1/3	acquisto	1.500,00	5,10	7.650,00	Non Regolam.	0,22%
1/3	vendita	1.500,00	5,00	7.500,00	Regolam.	0,12%
1/3	vendita	500,00	5,00	2.500,00	Non Regolam.	0,22%

- Saldo netto della giornata:  $(1.000 + 1.500 - 1.500 - 500) = 500$
- Prezzo medio:  $((1.000 \times 5) + (1.500 \times 5,1)) / 2.500 = 5,06$
- Imponibile:  $(500 \times 5,06) = 2.530,00$
- Aliquota media:  $(1.000 \times 0,12) + (1.500 \times 0,22) / 2.500 = 0,18$
- Imposta =  $2.530 \times 0,18\% = 4,554$

Il decreto attuativo, infine, ha introdotto l’istituto del *netting* “allargato”, contemplando la possibilità di tener conto di acquisti e vendite fatte con l’intervento di intermediari diversi, purché aderiscano ad una richiesta in tal senso del contribuente e comunichino, anche tramite la società di gestione accentrata, i dati occorrenti per il calcolo all’intermediario designato come responsabile del versamento.

L'imposta è calcolata applicando l'aliquota dello 0,2%<sup>205</sup> alla base imponibile come sopra determinata, ridotta alla metà per i trasferimenti conseguenti ad operazioni concluse su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. L'aliquota ridotta si applica anche quando l'acquisto sia concluso tramite un intermediario finanziario che si interponga tra le parti acquistando le azioni o gli strumenti su un mercato regolamentato o assimilato e rivendendole con identità di prezzo, quantità e data di regolamento (ossia, in qualità di *riskless principal*). Nel caso in cui alla base imponibile di un determinato titolo partecipativo siano applicabili due o più aliquote diverse, dovrà calcolarsi quella media ponderata in base al rapporto tra il numero degli acquisti, al lordo delle vendite, secondo le distinte aliquote di imponibilità.

Il decreto attuativo (art. 6, comma 4) ha chiarito che si considerano concluse sui mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, “*anche quelle riferibili ad operazioni concordate, ai sensi dell’art. 19 del regolamento (CE) n. 1287/2006, qualora previste dal mercato*”, ossia quelle nelle quali intervengono membri o partecipanti di un mercato regolamentato, negoziate privatamente ma eseguite nel contesto del mercato, nelle quali il membro o partecipante assume uno dei seguenti compiti:

- negozia per conto proprio con un altro membro o partecipante che agisce per conto di un cliente;
- negozia con un altro membro o partecipante ed entrambi eseguono ordini per conto proprio;
- agisce per conto sia del venditore che dell’acquirente;
- agisce per conto dell’acquirente e un altro membro o partecipante agisce per conto del venditore;

---

<sup>205</sup> Limitatamente al 2013, l'aliquota è stata pari allo 0,22% per le transazioni OTC e allo 0,12% per quelle concluse su mercati regolamentati o assimilati. In tal modo, si è inteso compensare la perdita di gettito derivante dal fatto che l'imposta non ha potuto essere stata applicata dal 1° gennaio.

- negozia per conto proprio a fronte di un ordine di un cliente.

Sempre per espressa previsione dell'art. 6, comma 4, invece, si considerano fuori dai mercati regolamentati e assimilati, le operazioni “concluse nei sistemi di internalizzazione e nei cosiddetti crossing network”, ossia sistemi che consentono il compimento di operazioni fuori mercato su strumenti quotati, normalmente su grossi blocchi, al fine di non interferire con i prezzi di mercato. Allo stesso modo, dovrebbero essere considerate OTC le operazioni effettuate dagli intermediari che assumano il ruolo di “internalizzatori sistematici”, eseguendo in modo organizzato, frequente e sistematico gli ordini dei clienti (potenzialmente eseguibili su un mercato regolamentato) mediante incrocio con ordini di altri clienti oppure in contropartita con il proprio magazzino titoli<sup>206</sup>.

Tuttavia, secondo il commento della Relazione all'art. 6 del Decreto, tutte le predette operazioni sono assimilate a quelle fatte sui mercati regolamentati qualora, su richiesta dell'intermediario, siano registrate dal gestore del mercato o del sistema multilaterale ai sensi della direttiva 2004/39/CE (cd. “*On Exchange Transactions*”).

### **4.3 L'IMPOSIZIONE DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI ED ALTRI VALORI MOBILIARI**

La fattispecie disciplinata dal comma 492 della Legge<sup>207</sup> risulta profondamente diversa da quella appena esaminata, oltre che sotto il profilo

---

<sup>206</sup> Per approfondimenti sul ruolo svolto dagli internalizzatori sistematici, si veda, su tutti, FEDERICI G.,  *Mercati non regolamentati: i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici* ,in AMOROSINO S., a cura di, 2008. *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, pp. 221-230.

<sup>207</sup> Tale comma prevede espressamente : “*Le operazioni su strumenti finanziari derivati di cui all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ... che abbiano come sottostante prevalentemente uno o più strumenti finanziari di cui al comma 491 (azioni e altri strumenti partecipativi), o il cui valore dipenda prevalentemente da uno o più strumenti finanziari di cui al medesimo comma, e le operazioni sui valori mobiliari di cui all'articolo 1, comma 1-bis, lettere c) e d), del medesimo decreto legislativo, che permettano di acquisire o di vendere*



soggettivo, anche relativamente al profilo oggettivo. Tale comma prevede espressamente : “*Le operazioni su strumenti finanziari derivati di cui all’articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ... che abbiano come sottostante prevalentemente uno o più strumenti finanziari di cui al comma 491 (azioni e altri strumenti partecipativi), o il cui valore dipenda prevalentemente da uno o più strumenti finanziari di cui al medesimo comma, e le operazioni sui valori mobiliari di cui all’articolo 1, comma 1-bis, lettere c) e d), del medesimo decreto legislativo, che permettano di acquisire o di vendere prevalentemente uno o più strumenti finanziari di cui al comma 491 o che comportino un regolamento in contanti con riferimento prevalentemente a uno o più strumenti finanziari indicati al precedente comma, inclusi warrants, covered warrants e certificates, sono soggette, al momento della conclusione, ad imposta in misura fissa ...*”.

Sotto il profilo soggettivo, gli strumenti o valori mobiliari derivati cui si applica la ITF sono essenzialmente individuati mediante un rinvio alle norme del T.U.F., che peraltro sovrappongono la fattispecie dei valori mobiliari a quella degli strumenti derivati. Rientrano in quest’ultimo ambito: opzioni, *swap*, *forward*, *future* e altri contratti derivati<sup>208</sup> su azioni, titoli equivalenti o indici azionari che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante oppure attraverso il pagamento di differenziali in contanti. Costituiscono valori mobiliari i titoli normalmente negoziati che permettono di acquisire o vendere azioni e titoli equivalenti ovvero qualsiasi altro titolo, come ad esempio *warrant*, *covered warrant* e

---

*prevalentemente uno o più strumenti finanziari di cui al comma 491 o che comportino un regolamento in contanti con riferimento prevalentemente a uno o più strumenti finanziari indicati al precedente comma, inclusi warrants, covered warrants e certificates, sono soggette, al momento della conclusione, ad imposta in misura fissa ...*”.

<sup>208</sup> La Banca d'Italia (art. 3, *Istruzioni di vigilanza per le banche*) definisce i derivati come: “i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore ‘deriva’ da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati, ad esempio, i *futures*, le *options*, gli *swaps*, i *forward rate agreements*”.

*certificate*, che comporti un regolamento in contanti determinato con riferimento ad azioni, titoli equivalenti o indici azionari.

Inoltre, a seguito delle modifiche apportate con D.M. 16 settembre 2013, sono considerati valori mobiliari anche i diritti di opzione di cui all'articolo 2441 c.c., nonché le obbligazioni e i titoli di debito, diversi da quelli espressamente esclusi dal campo di applicazione dell'imposta<sup>209</sup>.

E' opportuna, infine, un'ultima precisazione relativa alla prevalente connessione che il sottostante dello strumento derivativo deve avere con azioni o altri strumenti partecipativi nazionali di cui al comma 491 della Legge. A tale scopo, il successivo comma 492 individua tre diversi criteri di correlazione: quello del "sottostante", quello del "valore" e, per i soli derivati che siano anche "valori mobiliari", quello dell'oggetto delle prestazioni delle parti, che deve essere costituito prevalentemente da, o determinato con riferimento prevalente a strumenti partecipativi.

Per gli strumenti finanziari non cartolarizzati (e che quindi non siano anche valori mobiliari) i due criteri del valore e del sottostante sono concorrenti, applicandosi in ogni caso entrambi (è sufficiente che sia soddisfatto l'uno o l'altro). Quello relativo ai soli valori mobiliari sembra, invece, alternativo agli altri, ancorché, secondo quanto detto in precedenza, i titoli in questione siano anche (sempre) strumenti finanziari derivati e, per di più, il criterio ad essi relativo costituisca una sintesi degli altri due (del "sottostante" e del "valore"). Considerato, peraltro, che il sottostante costituisce generalmente l'attività o l'evento futuro dal cui valore dipende lo strumento derivato, anche i primi due criteri dovrebbero considerarsi sovrapponibili.

---

<sup>209</sup> A tal proposito, nella relazione di accompagnamento al DM 19 settembre 2013 si specifica che *"Per effetto della modifica apportata al successivo articolo 15, comma 1, (...) per obbligazioni e titoli di debito diversi da quelli esclusi dall'imposta si intendono le obbligazioni ed i titoli di debito che non contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata. In tal caso, il valore nozionale rilevante ai fini dell'applicazione dell'imposta, a fini di semplificazione, è dato dal numero di obbligazioni o titoli di debito acquistati, moltiplicato per il prezzo di acquisto o di vendita"*.

Su tali presupposti, appare ragionevole dubitare della rilevanza, ai fini della ITF, di strumenti derivati (cartolarizzati o meno) il cui valore non dipende da quello di strumenti partecipativi, pur presentando il contratto una qualche forma di connessione con essi<sup>210</sup>.

Tale conclusione sembra confermata dai chiarimenti forniti dalla Relazione illustrativa al D.M. 16 settembre 2013. Difatti, nell'ambito dell'art. 7, attraverso l'inserimento del nuovo comma 3, con la lettera a) si chiarisce, in coerenza con la finalità dell'applicazione dell'imposta, che nei casi in cui gli strumenti finanziari derivati e i valori mobiliari hanno come sottostante o come valore di riferimento dividendi su azioni, l'imposta non si applica. Infatti, l'imposta si applica ai suddetti strumenti solo quando gli stessi hanno un sottostante o un valore di riferimento rappresentato da misure su azioni o su indici direttamente collegate al valore delle azioni (costituito dal prezzo di mercato) al punto che la variazione del prezzo determina una variazione della misura subordinata all'azione o all'indice. Per tale motivo, non rientrano nel campo di applicazione dell'imposta strumenti finanziari come i *dividend swap* e i *credit default swap*.

Sotto il profilo oggettivo, l'imposizione prescinde dalla finalità, speculativa o di copertura, dell'operazione, cosicché risultano soggette al prelievo sia gli acquisti dei titoli che le relative coperture, realizzando la doppia imposizione di un fenomeno economico nella sostanza privo di un rischio *equity*<sup>211</sup>.

---

<sup>210</sup> Rientrano in tale tipologia: a) gli *equity dividend swap*, il cui valore è influenzato dai soli flussi cedolari di uno specifico strumento partecipativo; b) i *variance e volatility swap*, il cui valore può dipendere dalla volatilità di strumenti partecipativi; c) gli *equity correlation swap*, il cui valore dipende dal livello di correlazione che si manifesta nel valore di due o più strumenti partecipativi; d) le *opzioni sul VAR* ("value at risk"), il cui valore può dipendere dalle variazioni di valore di uno o più strumento partecipativi in rapporto al relativo VAR. In tutti questi casi, il sottostante è costituito da una determinata relazione tra variabili finanziarie, oppure da un flusso, mentre è solo incidentale il riferimento ad azioni o strumenti assimilati.

<sup>211</sup> Siffatta soluzione, peraltro, non sembra del tutto coerente con l'intento è tassare gli investimenti partecipativi e la loro mobilitazione, diretta o attraverso derivati. Se così fosse dovrebbero essere esonerati dal prelievo gli acquisti coperti da contratti derivati (o i derivati coperti da altri derivati o da acquisti di titoli).

Sotto il profilo territoriale, infine, il riferimento agli “*strumenti finanziari di cui al comma 491*” rende rilevante anche per i derivati la residenza della società che abbia emesso i titoli (azioni o strumenti partecipativi), in questo caso sottostanti. Pertanto, come per l’imposta di cui al comma 491, pure quella relativa alle operazioni in derivati “*è dovuta indipendentemente dal luogo di conclusione della transazione e dallo Stato di residenza delle parti contraenti*”.

#### **4.3.1 LA VERIFICA DEL CRITERIO DELLA PREVALENZA DELL’ELEMENTO PARTECIPATIVO**

Ai fini dell’imposta di cui al comma 492, rilevano quindi solo i contratti derivati che, in via assoluta o prevalente, risentano dell’andamento di azioni o strumenti partecipativi soggetti all’imposta di cui al comma 491 e/o che, sempre in via almeno prevalente, ne comportino o consentano l’acquisto o la vendita, attraverso il regolamento specifico (“*physical delivery*”) oppure il pagamento di differenziali (“*cash settlement*”).

Secondo quanto stabilito dal comma 2 dell’articolo 7 del decreto attuativo<sup>212</sup>, ai fini della verifica del criterio di prevalenza, il valore di mercato del sottostante (o valore di riferimento) da considerare è quello rilevato:

- 1) alla data di emissione quando gli strumenti ed i valori sono quotati su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, a condizione che non sia possibile modificare il sottostante o il valore di riferimento;
- 2) alla data di emissione ed alla data di variazione del sottostante o valore di riferimento quando gli strumenti ed i valori sono quotati su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, laddove sia possibile modificare il sottostante o il valore di riferimento;

---

<sup>212</sup> Così come modificato dal D.M. 19 settembre 2013. Sul punto si veda la relazione di accompagnamento al Decreto.

3) alla data di sottoscrizione o emissione e alla data di variazione del sottostante o valore di riferimento per gli strumenti e i valori mobiliari non quotati.

Ne consegue che la verifica della prevalenza non deve essere effettuata qualora non siano modificate le proporzioni, in termini quantitativi, delle azioni o titoli componenti l'indice o il paniere sottostante.

Secondo quanto si può desumere dall'art. 7, comma 2, del Decreto, la prevalenza va determinata sulla base del valore ma (ovviamente) non del numero dei titoli sottostanti. Ai sensi della medesima disposizione, inoltre, *“non rileva, ai fini di tale calcolo, la componente del sottostante o del valore di riferimento rappresentata da titoli diversi da azioni di società ed altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario”*.

Tale precisazione sembra rivolta a chiarire che la “prevalenza” debba essere verificata con riferimento alle sole componenti sottostanti azionarie, di modo che, per i derivati con sottostante partecipativo in parte rilevante e in parte non rilevante ai fini della ITF sui trasferimenti (perché, ad esempio, costituita da azioni estere), la prevalenza richiesta per l'applicazione del prelievo sussisterebbe solo quando la componente rilevante sia superiore a quella non rilevante, senza computare il sottostante non partecipativo.

Un esempio servirà a chiarire meglio il concetto.

Supponiamo che lo strumento finanziario derivato abbia un sottostante così composto:

a) Titoli azionari emessi da società residenti in Italia: 200

b) Titoli azionari emessi da società non residenti in Italia: 100

Tobin Tax Italiana

c) Titoli Obbligazionari: 700

Seguendo le indicazioni dell'art. 7 del Decreto, i titoli sub c) non dovrebbero rilevare ai fini del dal calcolo.

Di conseguenza, lo strumento finanziario derivato sarà considerato rilevante ai fini della ITF sui derivati, poiché composto per più del 50 per cento da titoli azionari emessi da società italiane con una percentuale di incidenza dei titoli “italiani” pari a  $200/(200+100)*100= 66,6\%$

Non è chiaro, in ogni caso, se, nella predetta accezione della prevalenza, l’ambito di irrilevanza ricomprenda solo sottostanti oggettivamente o territorialmente esclusi dal prelievo (ad esempio, azioni emesse da una società non residente, ovvero da una società residente quotata e a bassa capitalizzazione) o possa estendersi sulla base dell’operazione posta in essere dall’emittente con riferimento al sottostante. Ad esempio, i *warrant* che consentono di sottoscrivere azioni (di un emittente che non sia a “bassa capitalizzazione”) in sede di futuro aumento di capitale non riservato agli attuali azionisti (che quindi vengono privati del diritto di opzione di cui all’art. 2441 cod. civ.) potrebbero essere considerati non soggetti alla ITF perché non è imponibile l’emissione delle azioni “nuove” alla quale l’emissione del *warrant* sarebbe propedeutica.

Considerato che la legge non stabilisce chi sia competente a stabilire la “prevalenza”, che peraltro va verificata in occasione di ogni operazione OTC, non possono escludersi controversie che coinvolgerebbero l’intermediario, data la responsabilità del tributo assegnatagli dalla legge, specie in presenza di sottostanti complessi o non quotati.

#### **4.3.2 OPERAZIONI SU DERIVATI RILEVANTI AI FINI DELL’APPLICAZIONE DELL’IMPOSTA**

Le operazioni su derivati rilevanti ai fini della ITF sono individuate dall’art. 8 del Decreto in quelle di sottoscrizione, negoziazione e modifica dei derivati non cartolarizzati e di trasferimento della titolarità dei valori mobiliari.

Pertanto, la mera esecuzione del contratto derivato non è di per sé soggetta ad imposizione ma, in caso di regolamento del contratto derivato o del valore mobiliare mediante consegna fisica del titolo sottostante, si applica l'imposta sui trasferimenti di proprietà.

Per “modifiche” del contratto derivato si intendono quelle che attengono al valore nozionale, alle parti o alla scadenza, nonché quelle che comportano variazioni del sottostante o del valore di riferimento<sup>213</sup>. E', invece, esclusa la rilevanza di modifiche dei contratti che riguardino le garanzie (*collateral*) o altre pattuizioni di natura accessoria, nonché il mutamento della titolarità dei contratti e dei valori mobiliari in questione derivante da successione o donazione. Nel caso dei valori mobiliari, essendo rilevante il solo “trasferimento”, devono inoltre considerarsi escluse dall'imposta sia l'emissione del valore mobiliare che la sua estinzione, anche anticipata (ma non anche il *physical settlement*, che ricade come detto nella disciplina dei trasferimenti di proprietà).

In presenza di una novazione soggettiva del contratto derivato – con il subentro di una nuova controparte, l'imposta è dovuta sia dalla parte sostituita, sia dalla parte subentrante<sup>214</sup>.

Non dovrebbe rilevare come modifica della scadenza la chiusura anticipata del rapporto, anche parziale, che scaturisca dall'esercizio di una facoltà prevista contrattualmente (ad esempio, nelle opzioni di tipo “americano”).

---

<sup>213</sup> Peraltro, per essere rilevanti le modifiche devono essere volontarie, diverse quindi da quelle indotte da *corporate action* (come quelle fatte per adeguare il prezzo nozionale ed il numero nozionale dei titoli al rapporto di concambio tra “vecchie” e “nuove” azioni, nei casi di fusioni, scissioni, aumenti gratuiti di capitale, raggruppamenti dei titoli). Tale conclusione, sembra confermata da quanto chiarito dal MEF nella relazione di accompagnamento al DM 19 settembre 2013 che da ultimo ha modificato l'art. 8 comma 2 della Legge. A tal proposito, infatti, viene specificato che “*qualora queste variazioni non siano decise dalle parti, l'imposta è dovuta solo se non è già stata pagata in precedenza a seguito di una prevalenza già verificata (in particolare ci si riferisce ai casi di strumenti finanziari che abbiano come sottostante un indice la cui composizione non è decisa dalle parti, ad es., un future sul FTSE MIB)*”.

<sup>214</sup> Nella versione iniziale del Decreto, invece, era escluso che l'applicazione dell'imposta nei confronti della parte sostituita. Tale previsione è stata modificata successivamente ad opera del DM 19 settembre 2013 per rendere simile, ove possibile, le modalità di tassazione dei derivati quotati e quelle dei derivati non quotati.

Per quanto riguarda il valore nozionale, l'art. 8 del Decreto attuativo (così come modificato dal D.M. 16 settembre 2013) stabilisce che l'imposta venga applicata sulla variazione del nozionale non solo quando il valore dello stesso è modificato in aumento, ma anche quando la modifica interviene in diminuzione, qualora tale modifica non dipenda da una modifica del sottostante o del valore di riferimento<sup>215</sup>.

Tuttavia, in presenza di un sottostante misto, ossia costituito in parte da titoli partecipativi rilevanti ai fini della ITF e in parte da titoli non rilevanti, non è agevole stabilire quali conseguenze derivino da variazioni del nozionale che non riguardino, proporzionalmente, entrambe le componenti. Infatti, non essendo espliciti (né ben individuabili) i presupposti economici dell'imposta italiana, non sembrano sussistere criteri sistematicamente fondati che possano risolvere i casi in cui la modifica del nozionale, ad esempio, faccia venir meno o (al contrario) determini la prevalenza del sottostante rilevante ai fini dell'imposta, oppure, persistendo tale prevalenza, abbia ad oggetto la sola componente non rilevante.

Le predette modifiche del rapporto, quando automatiche, meriterebbero inoltre chiarimenti in merito ai compiti del responsabile d'imposta, per stabilire se tale ruolo continui ad essere svolto dall'intermediario che era intervenuto al tempo dell'originaria stipula e per individuare eventuali obblighi di comunicazione a carico delle parti contraenti.

Sotto il profilo temporale, infine, l'art. 8 del Decreto rimanda alle regole stabilite dall'art. 3 in tema di trasferimenti di strumenti finanziari azionari.

#### **4.3.3 SOGGETTI PASSIVI E VALORE DELL'OPERAZIONE**

L'imposta sui derivati viene applicata in misura fissa, ragion per cui non rilevano, nel suo ambito, le nozioni di aliquota e base imponibile. Inoltre,

---

<sup>215</sup> Per modifica del sottostante o valore di riferimento si intende una variazione delle proporzioni in termini quantitativi delle azioni o titoli componenti l'indice o il valore sottostante.



l'imposta è dovuta, nella misura stabilita dall'art. 11 del Decreto, “*da ciascuna delle controparti*”, indipendentemente sia dalla residenza delle parti che dal luogo di conclusione del contratto.

Per quanto attiene alla quantificazione ordinaria del tributo, la tabella 3 allegata alla legge n. 228/2012 prevede una misura diversa a seconda della tipologia di derivati, crescente per scaglioni di valore nozionale (con un massimo pari a 200 euro). Inoltre, le operazioni che “avvengono” nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione<sup>216</sup>, beneficiano di una riduzione dell'imposta ordinaria ad 1/5<sup>217</sup>.

Il “valore nozionale” del contratto rilevante ai fini della misura dell'imposta va rilevato alla data in cui l'operazione si considera effettuata, secondo regole analitiche<sup>218</sup> per le diverse tipologie di contratto. In particolare:

- ❖ per i contratti *future* su indici o azioni, trattati in mercati regolamentati o assimilati, il valore nozionale è pari al numero di contratti standard moltiplicato, rispettivamente, per il numero di punti indice in base ai quali è quotato il contratto per il valore assegnato al punto indice ovvero per il prezzo del *future* per la dimensione del contratto standard;
- ❖ per le opzioni su azioni trattate sui mercati regolamentati, il nozionale scaturisce dal numero di contratti standard moltiplicato per il premio, moltiplicato per la dimensione del contratto standard;

---

<sup>216</sup> Il comma 1 dell'art. 11 chiarisce inoltre che, ai fini della riduzione in parola: (i) “*sono considerate operazioni concluse sui mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione anche quelle riferibili ad operazioni concordate, ai sensi dell'art. 19 del regolamento (CE) n. 1287/2006, qualora previste dal mercato*”; (ii) si considerano invece fatte fuori dai mercati regolamentati e assimilati le operazioni “*concluse nei sistemi di internalizzazione e nei cosiddetti crossing network*”.

<sup>217</sup> Tale riduzione opera anche nel caso di “acquisto” (ma non in caso di “vendite”) dei derivati tramite l'intervento di un intermediario finanziario che operi in qualità di *riskless principal*, acquistando a sua volta i predetti strumenti su mercati regolamentati o assimilati, quando tra le operazioni di acquisto e vendita vi sia corrispondenza di prezzo, quantità e data di regolamento. Cfr. art. 11 comma 1 del Decreto.

<sup>218</sup> Per una elencazione completa si rinvia all'art. 9 del Decreto.

- ❖ per le altre opzioni, si assume che il nozionale corrisponda al premio richiesto per la conclusione del contratto;
- ❖ per gli *swap*, costituisce nozionale l'ammontare il base al quale vengono determinati, anche indirettamente, i flussi di cassa dello *swap*.

Qualora il valore non sia determinabile, esso si considera pari a 2 milioni di euro.

**Tabella: Misura della ITF su derivati**

Imposta sulle transazioni finanziarie per strumenti finanziari								
Strumento finanziario	Valore nozionale del contratto (in migliaia di euro)							
	0-2,5	2,5-5	5-10	10-50	50-100	100-500	500-1000	Superiore a 1000
Contratti futures, certificates, covered warrants e contratti di opzione su rendimenti, misure o indici relativi ad azioni	0,01875	0,0375	0,075	0,375	0,75	3,75	7,5	15
Contratti futures, warrants, covered warrants e contratti di opzione su azioni	0,125	0,25	0,5	2,5	5	25	50	100
Contratti di scambio (swaps) su azioni e relativi rendimenti, indici o misure	0,25	0,5	1	5	10	50	100	200
Contratti a termine collegati ad azioni e relativi rendimenti, indici o misure								
Contratti finanziari differenziali collegati alle azioni e ai relativi rendimenti, indici o misure								
Qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento alle azioni e ai relativi rendimenti, indici o misure								
Combinazioni di contratti o titoli sopraindicati								

#### 4.3.4 IL REGOLAMENTO FISICO DEL CONTRATTO DERIVATO

Secondo quanto previsto dal comma 492 della Legge, in caso di esecuzione del contratto derivato in forma specifica, si applica anche l'imposta sul trasferimento azionario. Pertanto, in sede di determinazione della base imponibile, bisogna innanzitutto distinguere in base alla circostanza che detti strumenti e valori siano negoziati su mercati regolamentati o meno.

Qualora il regolamento riguardi strumenti finanziari derivati e valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati, per prezzo di acquisto si intende il valore di esercizio (cosiddetto *strike price*) delle azioni acquistate.

In caso di regolamento su mercati OTC, invece, per prezzo di acquisto si intende il maggiore tra il valore di esercizio (cd. strike price) delle azioni e il prezzo di liquidazione contrattualmente previsto. Per prezzo di liquidazione si intende, nella prassi di mercato, il prezzo del sottostante registrato sul mercato ad una data predefinita contrattualmente dagli strumenti derivati ai fini del regolamento in contanti degli stessi.

Qualora questo valore non sia indicato nel contratto, il valore di esercizio deve essere confrontato con: a) il prezzo ufficiale del sottostante, se quotato, registrato nella giornata precedente a quella di regolamento sul mercato ufficiale di quotazione del titolo; b) il valore normale dei titoli oggetto di regolamento, se il sottostante non è quotato, calcolato secondo quanto previsto dall'articolo 9, comma 4 del TUIR. (art. 4, comma 2, lettera b, del Decreto, esaminata più diffusamente *sub par.* 2.6).

La disciplina dei trasferimenti di azioni che avvengano in esecuzione di contratti derivati pone non poche questioni interpretative, legate per lo più all'asistematicità delle disposizioni valutate nel loro complesso. Se, infatti, il comma 492 della Legge stabilisce che il regolamento fisico “è *soggetto all'imposta con le modalità e nella misura previste dal comma 491*” (vale a dire, quelle ordinariamente previste per i trasferimenti della proprietà), non si comprende per quale motivo il Decreto attuativo contenga una disciplina “speciale” che stabilisce il valore da assumere come base imponibile. E ancora, la Relazione, sembra attribuire all'art. 6, comma 5, del Decreto – che stabilisce l'assoggettamento dei trasferimenti di proprietà in questione all'aliquota dello 0,2% - un valore di deroga, non solo, alla misura dell'aliquota, ma anche alla disciplina in tema di esclusioni e di esenzioni, affermando che “*al regolamento di strumenti finanziari derivati o di altri valori mobiliari di cui al comma 492 della legge, deve essere sempre applicata l'aliquota dello 0,20 per cento*”.

Quest'ultimo riferimento al comma 492 fa sorgere l'ulteriore interrogativo se la disciplina – quale che sia – riguardi il regolamento dei

soli contratti e valori mobiliari soggetti alla ITF (e non anche di quelli che abbiano un sottostante azionario qualificato non prevalente) e, in caso affermativo, quale disciplina si debba applicare per gli altri contratti e valori mobiliari.

Un ultimo dubbio riguarda la possibilità di liquidare l'imposta applicando la regola del **netting** anche per l'esecuzione dei derivati in forma specifica. Il dubbio si fonda sulla circostanza che, in caso affermativo, la contemporanea cessione del titolo acquistato annullerebbe la base imponibile, non consentendo di applicare "sempre" l'aliquota dello 0,2%.

Vanno, da ultimo, sottolineate le difficoltà operative che possono insorgere in capo agli intermediari in sede di determinazione del valore normale, il cui utilizzo in questo ambito, oltre ad apparire poco razionale, potrebbe risultare non gestibile attraverso sistemi automatizzati e difficilmente conoscibile dagli investitori.

#### **4.4. L'IMPOSIZIONE SULLE OPERAZIONI AD ALTA FREQUENZA**

Le operazioni effettuate sul mercato finanziario italiano (da intendersi a tal proposito i mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati dalla Consob) sono soggette ad un'imposta sulle negoziazioni ad alta frequenza relative agli strumenti finanziari di cui ai commi 491 e 492, indipendentemente dalle residenza dell'emittente.

Il decreto attuativo precisa, all'art. 12, la definizione di operazione ad alta frequenza: si considerano ad alta frequenza le operazioni che presentano congiuntamente le seguenti caratteristiche:

- a)* sono generate da un algoritmo informatico che determina in maniera automatica le decisioni relative all'invio, alla modifica ed alla cancellazione degli ordini e dei relativi parametri;
- b)* avvengono con un intervallo non superiore al mezzo secondo. Tale intervallo è calcolato come tempo intercorrente tra l'immissione di un ordine di acquisto o di vendita e la successiva

modifica o cancellazione del medesimo ordine, da parte dello stesso algoritmo.

L'imposta, dovuta dal soggetto che attraverso gli algoritmi immette gli ordini di acquisto e vendita e le connesse modifiche e cancellazioni<sup>219</sup>, si applica se, sul medesimo strumento finanziario e nella medesima giornata di negoziazione, il rapporto tra la somma degli ordini cancellati e degli ordini modificati e la somma degli ordini immessi e degli ordini modificati, è superiore al 60%. A tal fine si considerano solo gli ordini cancellati o modificati entro l'intervallo di mezzo secondo.

L'imposta, pari allo 0,02%, viene calcolata sul valore degli ordini modificati e cancellati che, in una giornata, eccedono la soglia del 60% e applicata al prodotto del numero dei titoli o contratti eccedenti tale soglia per il prezzo medio ponderato degli ordini di acquisto, vendita o modifica in relazione allo specifico strumento finanziario nella medesima giornata di negoziazione.

Per le operazioni ad alta frequenza, il Legislatore prevede, inoltre, specifiche fattispecie di esclusione<sup>220</sup> per lo più relative alle attività di *market making* (a condizione che gli ordini immessi da tali algoritmi provengano da specifici *desk* dedicati) e di inoltro degli ordini dei clienti quando i derivati siano stipulati, al fine di rispettare le regole di *best execution*<sup>221</sup>. Resta in ogni caso fuori dal campo applicativo della ITF, l'*algotrading* fatto su mercati esteri su titoli di emittenti italiani o su derivati con sottostante costituito da titoli italiani

---

<sup>219</sup> In tema di soggetto passivo, vi sono stati non pochi dubbi scaturiti dal fatto che mentre il comma 496 della Legge fa riferimento al "soggetto per conto del quale sono eseguiti gli ordini", l'indicazione dell'art. 14 del Decreto qualifica come tale colui "che immette gli ordini" (e cioè l'intermediario). Tale incoerenza è tuttavia chiarita dalla Relazione di accompagnamento, che individua il soggetto passivo nel cliente, ossia "colui il quale, se gli ordini immessi fossero conclusi, acquisterebbe o cederebbe la proprietà delle azioni e degli altri strumenti finanziari o diverrebbe controparte di uno strumento finanziario derivato".

<sup>220</sup> Le fattispecie escluse da tassazione sono quelle contemplate dall'art. 12, comma 1, lettera a), del Decreto

<sup>221</sup> In quest'ultimo ambito, la Relazione sembra ricomprendere gli algoritmi di *smart order routing* nonché quelli che inoltrerebbero ordini in modo finalizzato ad ottenere "prezzi di esecuzione pari o migliori rispetto al prezzo medio ponderato rilevato in un intervallo temporale, predefinito dalle parti, non superiore alla giornata in cui l'ordine è stato impartito".

Al contrario, non sembrano applicabili all'imposta sull'HFT le esclusioni ed esenzioni disciplinate dai commi 15 e 16 del Decreto, univocamente riferite all'imposta "*di cui ai commi 491 e 492*". Su tale presupposto, sarebbe imponente l'HFT su azioni a bassa capitalizzazione o quello eseguito a favore di fondi pensione (qualora tale attività fosse compatibile con i vincoli regolamentari).

Anche in questo caso, il versamento e la liquidazione dell'imposta è affidato agli intermediari, con la conseguenza che, secondo quanto precisato dalla Relazione, "*se il soggetto passivo d'imposta effettua operazioni ad alta frequenza avvalendosi di più intermediari, l'imposta su tali operazioni è liquidata separatamente da ciascun intermediario*". Pertanto, la base imponibile dell'imposta sulle negoziazioni ad alta frequenza deve essere calcolata separatamente per giornata, titolo, tipo di ordine (acquisto o vendita) e intermediario. L'imposta sulle negoziazioni ad alta frequenza si applica:

- ❖ agli ordini inviati a decorrere dal 1° marzo 2013, per le negoziazioni ad alta frequenza relative agli strumenti di cui al comma 491 della Legge di stabilità 2013 ossia relative ad azioni o altri strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti nel territorio dello Stato, nonché da titoli rappresentativi di questi ultimi ovunque emessi;

- ❖ agli ordini inviati a decorrere dal 1° luglio 2013, per le negoziazioni ad alta frequenza relative agli strumenti di cui al comma 492 della Legge di stabilità 2013 ossia relative a strumenti finanziari derivati che abbiano come sottostante prevalente azioni e/o altri strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti nel territorio dello Stato, inclusi *warrants, covered warrants e certificates*.

#### 4.5 LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI ESCLUSE ED ESENTI

Le operazioni escluse ed esenti da imposta sono disciplinate rispettivamente dagli artt. 15 e 16 del Decreto attuativo così come modificati dal successivo D.M. 16 settembre 2013<sup>222</sup>. Esse riguardano trasversalmente sia l'imposta sui trasferimenti di titoli partecipativi, sia la tassazione delle operazioni sui relativi derivati. Mentre, per le operazioni di negoziazione ad alta frequenza non sono previste esclusioni o esenzioni specifiche.

Sembra opportuno sottolineare, in via preliminare, che la distinzione tra esclusione ed esenzione non è priva di effetti sul piano concreto. Mentre, infatti, l'esclusione serve a delimitare in termini negativi l'ambito applicativo del tributo e, quindi, incide sulla struttura del presupposto impositivo per realizzarne la corrispondenza con la finalità economica perseguita, l'esenzione ha prevalentemente natura derogatoria ed è legata a finalità di politica fiscale (agevolative, di opportunità o contingenti)<sup>223</sup>. Di conseguenza, le fattispecie escluse sono suscettibili di interpretazione analogica a differenza di quelle esenti, disciplinate da norme di stretta interpretazione ai sensi dell'art. 14 delle preleggi<sup>224</sup>.

Sulla base di tali premesse, l'estensione delle fattispecie di esclusione disciplinate dal Decreto attuativo, rispetto a quelle contemplate dalla Legge, sembra nella maggior parte dei casi giustificata, in quanto costituisce un'evidente attuazione della *ratio* economica del tributo, sia per quanto

---

<sup>222</sup> Per approfondimenti si rinvia a SCALVINI G., *Le fattispecie di esclusione e di esenzione*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 63-74.

<sup>223</sup> In tal senso, si vedano LA ROSA S., voce «Esclusioni tributarie», in *Enc. giur. Treccani e GIANNINI A.D.*, *I concetti fondamentali del diritto tributario*, Torino, 1951, p. 175, il quale precisa che «il concetto tecnico di esenzione (...) ricorre soltanto nei casi in cui una legge dichiara non soggetto all'imposta un determinato oggetto per ragioni estranee alla normale struttura impressa al tributo dall'ordinamento legislativo». Non mancano, però, opinioni in senso contrario alla qualificazione delle esenzioni come norme eccezionali, per tutti FALSITTA G., *Manuale di diritto tributario parte generale*, Torino, 2009, p. 103.

<sup>224</sup> Cfr. GIANNINI A.D., *op. cit.*, p. 230, secondo il quale «determinare quando ricorra l'ipotesi dell'esenzione in senso proprio e quando l'altra di una originaria delimitazione dei soggetti del tributo (...) è, non solo concettualmente, ma anche praticamente importante, perché solo le norme che stabiliscono una vera esenzione possono considerarsi di diritto singolare e quindi insuscettibili di interpretazione analogica».

attiene all'oggetto (ad esempio per le operazioni su obbligazioni e titoli di debito), sia per quanto concerne il ruolo degli intermediari (si pensi alle operazioni poste in essere da un intermediario finanziario in qualità di *riskless principal*<sup>225</sup>; operazioni fatte da sistemi che si interpongono con finalità di compensazione e garanzia). Al contrario, potrebbero destare qualche perplessità i casi di “non applicazione” del tributo contemplati dalla normativa primaria, come quello relativo ai rapporti infragruppo<sup>226</sup>.

#### 4.5.1 ESCLUSIONI

Ai sensi dell'art. 15 del Decreto attuativo, sono esclusi dal campo di applicazione della ITF:

- a) i **trasferimenti della proprietà** che avvengono **a seguito di donazione e/o successione**. Per ragioni di coerenza sistematica, tale esclusione è stata estesa anche il mutamento della titolarità di contratti derivati o degli altri valori mobiliari soggetti ad imposta<sup>227</sup>.
- b) le **operazioni su obbligazioni o titoli di debito** che contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, nonché alle

---

<sup>225</sup> Una transazione cd. *riskless principal* è quella nella quale un *broker-dealer*, dopo aver ricevuto un ordine di acquisto (o vendita) da un cliente, acquista (o cede) i predetti titoli in conto proprio compensando le due operazioni. Tali transazioni, negli Stati Uniti, sono considerate come un metodo alternativo di esecuzione degli ordini di acquisto o di vendita da parte di clienti in base ad un rapporto di *agency* e sono trattate come *brokerage activities* ai fini del *Glass-Steagal Act* (legge bancaria statunitense). In particolare, nelle *National Association of Securities Dealers, Inc. («NASD»)* rules è definita *riskless principal* la «*transaction in which a member, after having received an order to buy a security, purchases the security as principal at the same price to satisfy the order to buy or, after having received an order to sell, sells the security as principal at the same price to satisfy the order to sell*».

<sup>226</sup> Come si dirà tra breve, le operazioni infragruppo sarebbero strutturalmente rilevanti ai fini della ITF, per cui la loro esclusione è riconducibile non tanto ad una esigenza di coerenza con il presupposto economico dell'imposta, bensì a ragioni di politica fiscale legate alla necessità di non penalizzare le riorganizzazioni interne ai gruppi societari.

<sup>227</sup> E' probabile che il riferimento esplicito ai soli casi di successione e donazione, anziché, in generale, ai trasferimenti a titolo gratuito, sia legato alla volontà di evitare la riproposizione delle incertezze interpretative già riscontrate con riguardo all'abrogata tassa sui contratti di borsa. In quel caso, infatti, il richiamo all'onerosità del trasferimento indotto l'Amministrazione finanziaria ad escludere della tassazione il conferimento di partecipazioni, motivando che in tale ipotesi non si configurava «un contratto di scambio». Cfr. Agenzia delle Entrate, Risoluzione 31 marzo 1999, n. 1999/34680.



operazioni su obbligazioni e titoli di debito rilevanti in materia di adeguatezza patrimoniale ai sensi della normativa comunitaria e delle discipline prudenziali nazionali, emessi da intermediari vigilati dalla Banca d'Italia o da soggetti vigilati dall'Ivass. Tale esclusione è volta a risolvere ogni dubbio circa l'imponibilità delle transazioni aventi ad oggetto obbligazioni strutturate o convertibili, ferma restando l'imponibilità del trasferimento di azioni in sede di rimborso/conversione, se già in circolazione<sup>228</sup>;

c) le *operazioni di emissione e di annullamento di azioni*, strumenti finanziari e altri valori mobiliari (cd. "operazioni sul mercato primario") comprese le operazioni di riacquisto da parte dell'emittente, nonché l'acquisto della proprietà di azioni di **nuova emissione** per effetto della conversione, dello scambio o del rimborso di obbligazioni o dell'esercizio di un diritto di opzione spettante in qualità di socio o quale modalità di regolamento di "derivati"<sup>229</sup>. Sul tema, è intervenuto, peraltro, il Ministero dell'Economia e delle Finanze precisando come l'acquisto di azioni proprie sia escluso da imposizione solo se finalizzato all'annullamento delle stesse. Nel caso in cui l'annullamento venga deliberato successivamente all'acquisto di azioni proprie, l'acquisto deve considerarsi soggetto ad imposta poiché, al momento in cui è stato realizzato, non era finalizzato all'annullamento delle azioni;

---

<sup>228</sup> A tal proposito, un certo orientamento dottrinale ha sostenuto che "le obbligazioni convertibili e con componente derivativa, pur configurandosi come obbligazioni, sarebbero comunque ricomprese tra i titoli che permettono di acquisire altri valori mobiliari (art. 1, comma 1-bis, lettera c, TUF)", con la conseguenza di poter essere ricondotte nell'ambito del comma 492 della Legge, in quanto "valori mobiliari di cui all'articolo 1, comma 1-bis, lettere c) e d)". Cfr. CARLUCCI A., L. MIELE e S. POSA, "Esenzioni ed esclusioni in materia di imposta sulle transazioni finanziarie", in Corr. Trib. n. 15/2013, p. 1153.

<sup>229</sup> A quest'ultimo riguardo, con l'evidente intento di evitare situazioni di doppia imposizione (sul certificato e sul titolo sottostante), la Relazione chiarisce che "nella definizione di emissione devono ritenersi incluse le operazioni di: acquisizione dei titoli da parte della Banca emittente lo strumento, emissione dello strumento rappresentativo, primo collocamento qualora effettuato su titoli sottostanti di nuova emissione".

d) le *assegnazioni di azioni o di strumenti finanziari partecipativi* a fronte di distribuzioni di utili e di riserve o di restituzione di capitale sociale, sia che si tratti di azioni proprie della società che le assegna, sia che si tratti di azioni di terzi, nonché all'assegnazione di azioni di nuova emissione a fronte di piani di *stock option*. In linea generale, tale previsione risponde alla volontà di non ostacolare la raccolta di capitali da parte delle imprese, in linea con l'orientamento strategico consolidato dell'UE sancito anche dalla direttiva 2008/7/CE in tema di imposte indirette sulla raccolta di capitali<sup>230</sup>.

e) le *operazioni di acquisizione temporanea dei titoli* indicate dall'art.2, punto 10, del Regolamento (CE) 1287/2006 della Commissione del 10 agosto 2006. La Relazione di accompagnamento al Decreto attuativo fa espresso riferimento alle operazioni di *buy-sell back* e *sell-buy back*. Tuttavia si ritiene che per analogia siano escluse dall'applicazione dell'imposta anche le operazioni di «repo» (*repurchase agreement*, ovvero, pronti contro termine)<sup>231</sup>. Rientrano espressamente tra i trasferimenti di proprietà a titolo temporaneo esclusi dall'ambito di applicazione dell'imposta anche i trasferimenti che avvengono nell'ambito di operazioni di garanzia finanziaria, con la precisazione che l'imposta torna applicabile nel momento in cui il trasferimento della proprietà perde il carattere temporaneo e diviene definitivo, il che accade nei casi di

---

<sup>230</sup> Il D.M. 13 settembre 2013, per non incorrere in rilievi da parte degli organi comunitari, ha esteso l'esclusione anche ai casi di trasferimenti di proprietà che avvengono tra organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) *master e feeder*. La Relazione di accompagnamento al decreto chiarisce che “tra tali strutture, introdotte nel nostro ordinamento dal decreto legislativo 16 aprile 2012 n. 47, in attuazione della direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), il rapporto di controllo esiste per definizione”.

<sup>231</sup> La relazione alla Legge delega per la riforma del diritto societario, infatti, chiarisce che “l'essenza economica della operazione (di pronti contro termine) è quella di una forma di raccolta e di investimento temporaneo della liquidità e non di una transazione in titoli”. Peraltro, anche l'art. 4 della Legge n. 133/1999 in materia di IVA qualifica le operazioni di pronti contro termine come “prestazioni di servizi di finanziamento”.

escussione della garanzia, di compensazione della stessa con l'obbligazione finanziaria garantita o nel caso di utilizzo della garanzia per estinguere l'obbligazione finanziaria garantita o per qualsiasi altra ragione<sup>232</sup>.

*f) le operazioni infragrupo*<sup>233</sup>: in tal caso l'obiettivo perseguito è quello di non ostacolare modifiche all'organizzazione interna dei Gruppi<sup>234</sup> che, peraltro, sembra giustificare adeguatamente l'estensione della fattispecie anche alle operazioni tra società “controllate dalla stessa società”, non contemplata espressamente dalla Legge. Dubbia, invece, risulta l'applicabilità dell'esclusione a situazioni nelle quali il controllo di diritto o di fatto consegue all'operazione di trasferimento<sup>235</sup>.

*g) le operazioni di riorganizzazione aziendale.* Si tratta in particolare dei trasferimenti di proprietà delle azioni e degli strumenti finanziari a seguito di operazioni di ristrutturazione aziendale di cui all'art. 4 della citata direttiva 2008/7/CE, nonché

---

<sup>232</sup> Secondo quanto chiarito dalla Relazione, sono altresì esclusi dalla FTT, in quanto trattasi di “altri trasferimenti temporanei che non comportano trasferimento di proprietà”, gli impegni di acquisto eseguiti nel corso di collocamenti, e più precisamente le operazioni fatte da soggetti che acquistano a fermo con l'obiettivo di immediata rivendita nell'offerta, qualora tale rivendita avvenga entro trenta giorni (art. 15, comma 1, lettera e), del Decreto).

<sup>233</sup> Più precisamente, i trasferimenti effettuati tra società tra le quali sussiste un rapporto di controllo diretto o indiretto, di cui all'art. 2359, commi 1, nn. 1) e 2), e comma 2, cod. civ.

<sup>234</sup> Così FRANSONI G., *Spunti di riflessione in tema di presupposti delle imposte sulle transazioni finanziarie*, in Rass. Trib. 6/2013, p. 1257 e ss. L'Autore sostiene che “Nell'ambito dell'imposta in esame non sembrano esistere motivi particolari per assumere che il gruppo rilevi come figura soggettivamente unitaria (con conseguente irrilevanza strutturale dei trasferimenti tout court fra società del gruppo). Cioché la non imponibilità dei trasferimenti intragrupo sembrerebbe non dover farsi dipendere dalla mancanza di intersoggettività dei rapporti medesimi, ma da una favorevole considerazione del gruppo e degli svolgimenti dei rapporti instaurati al suo interno”. L'Autore, inoltre, ritiene “meritevole di verifica anche al qualificazione come esclusione del regime di non imponibilità dei trasferimenti “infragrupo”. Tenuto conto che la neutralità dei trasferimenti fra società di un medesimo gruppo non costituisce un principio generale del nostro sistema (che, anzi, è spiccatamente orientato ad attribuire autonomia alle singole società che compongono il gruppo) o si ritiene che il nuovo regime costituisce l'affermazione di un “nuovo” principio emergente nel sistema, oppure vengono in rilievo i profili esentativi di questo regime.”. Cfr. FRANSONI G., *Le imposte sulle transazioni finanziarie*, Editoriale, in Strumenti finanziari e fiscalità, n. 12/2013, p. 10.

<sup>235</sup> Il caso è quello di conferimenti di partecipazioni non di controllo (altrimenti, si configurerebbe la fattispecie di esclusione relativa alle operazioni riorganizzative, di cui all'art. 15, comma 1, lett. h, del Decreto) che consentano di conseguire il controllo della conferitaria.

delle le fusioni e scissioni di organismi di investimento collettivo del risparmio. Fermo restando che le operazioni di fusione e scissione, non comportando il trasferimento della proprietà ma la mera successione della beneficiaria nei rapporti giuridici della società fusa o scissa, non assumono comunque rilievo ai fini dell'imposta, l'art. 4 della direttiva 2008/7/CE include tra le operazioni di ristrutturazione anche i conferimenti di azienda (remunerati perlomeno in parte mediante titoli rappresentativi del capitale della società acquirente) e di partecipazioni, laddove, tuttavia, dovrebbero restare assoggettati a tassazione i conferimenti che non realizzano il trasferimento di quote di controllo<sup>236</sup>.

*h)* i trasferimenti di proprietà di azioni negoziate all'interno di **mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione**<sup>237</sup> o al di fuori di questi, emesse da società la cui capitalizzazione media sia inferiore a 500 milioni di euro<sup>238</sup>. L'elenco delle società emittenti

---

<sup>236</sup> Difatti, per quanto riguarda i trasferimenti azionari perfezionati a seguito di offerta pubblica, la norma comunitaria sembra ricomprendere, sempreché idonee a raggiungere o completare il controllo, le sole offerte pubbliche di scambio ("OPS") o miste, di acquisto e scambio ("OPAS"), ma non anche le offerte pubbliche di acquisto ("OPA").

<sup>237</sup> Ai sensi del comma 493 della Legge e dell'art. 1, lettera f), del Decreto, si considerano mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione – *Multilateral trading facilities* ("MTF") – quelli riconosciuti ai sensi della direttiva 2004/39/CE, di cui all'elenco redatto dall'ESMA (European Securities Market Authority) e pubblicato sul sito <http://mifidatabase.esma.europa.eu/>. Per evitare di incorrere in potenziali violazioni dell'art. 63 del T.F.U.E. (libera circolazione dei capitali) sono inclusi anche i mercati extracomunitari regolarmente funzionanti, autorizzati da un'autorità pubblica nazionale e sottoposti a vigilanza pubblica, ivi inclusi, in ogni caso, i mercati regolamentati riconosciuti dalla CONSOB ai sensi dell'articolo 67, comma 2, TUF, purché si tratti di mercati o sistemi istituiti in Stati inclusi nella *white list* fiscale di cui al decreto emanato ai sensi dell'art. 168-bis T.U.I.R. Sono quindi assimilati ai mercati regolamentati gli MTF, che possono essere gestiti non solo da società di gestione di mercati regolamentati ma anche da SIM o banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento. Più in generale, sulla nozione di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, si rinvia a SEPE M., *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della Direttiva MiFID*, in DE POLI M., a cura di, *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, pp. 113-158.

<sup>238</sup> Sul tema della esclusioni ed esenzioni nella disciplina della imposta sulle transazioni finanziarie si veda SCALVINI G., *Le fattispecie di esclusione e di esenzione*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2013, 12, p.63. Secondo l'Autore l'irrelevanza delle transazioni aventi ad oggetto azioni emesse da società quotate la cui capitalizzazione è inferiore al limite deve, in questa prospettiva, essere intesa come un'esenzione (probabilmente motivata dalla finalità di favorire le società in questione e la loro permanenza sul mercato regolamentato rendendo meno onerosa la relativa negoziazione) piuttosto che quale esclusione in senso tecnico.

con capitalizzazione media inferiore a 500 milioni di euro verrà pubblicato annualmente sul sito internet del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Per il primo anno, ossia del 2013, tale elenco viene indicato nell'articolo 17 del presente Decreto<sup>239</sup>.

i) le *operazioni effettuate dai cd. riskless principal*, cioè quelle poste in essere per il tramite di un intermediario finanziario che si interpone tra le due controparti, acquistando o vendendo un titolo o uno strumento finanziario, qualora tra le due transazioni sussista coincidenza di prezzo, quantità complessiva e data di regolamento<sup>240</sup>.

Infine, ulteriori esclusioni sono previste per gli acquisti posti in essere da sistemi che si interpongono negli acquisti o nelle operazioni con finalità di **compensazione e garanzia** degli acquisti e delle operazioni stesse e alle azioni sequestrate a seguito di un procedimento penale che vengono intestate al Fondo Unico di Garanzia (Fug)<sup>241</sup>.

---

<sup>239</sup> Tenuto conto del richiamo agli “*strumenti finanziari di cui al comma 491*” contenuto nel comma 492 della legge (relativo ai derivati), deve peraltro ritenersi che l'esclusione sia estesa ai derivati con sottostante costituito in prevalenza da azioni delle predette società a limitata capitalizzazione.

<sup>240</sup> Tale norma di esclusione è data dal combinato disposto del comma 494, secondo periodo, della Legge e il comma 2, lettera a), dell'art. 15 del Decreto. A tal riguardo, va sottolineato che nell'operatività di taluni mercati esteri è frequente il caso in cui gli intermediari operano come *riskless principal*, evadendo gli ordini di acquisto o di vendita dei clienti in conto proprio e compensando successivamente le operazioni. Tuttavia, diversamente da quanto sembra presupporre la lettera a) in esame, spesso tali operazioni non hanno una perfetta coincidenza di quantità (e talvolta di prezzo), potendosi verificare il caso di acquisti da un'unica controparte per evadere più ordini di soggetti diversi, oppure di acquisti a magazzino per far fronte agli ordini della propria clientela. In tali evenienze, non è possibile un perfetto abbinamento tra le operazioni di acquisto e vendita, ancorché l'attività rientri nell'ambito della vera e propria intermediazione. In questi casi, come rilevato da un'attenta dottrina, per non penalizzare talune forme organizzative dell'attività di intermediazione a vantaggio di altre, dovrebbe essere concesso agli intermediari di dimostrare con ogni mezzo lo svolgimento dell'attività a beneficio della clientela, anche utilizzando forme di segregazione contabile poste in essere per fini gestionali e di controllo interno. In tal senso si veda GALLI C., *Disciplina ancora incompleta per la financial transaction tax*, in Corr. Trib. n. 16/2013, p. 1259.

<sup>241</sup> Secondo quanto specificato dal MEF, alla luce del principio di continuità della tassazione nel caso di beni sottoposti a sequestro, affermato sia pur ai fini delle imposte dirette dall'articolo 51 del d.lgs. 6 settembre 2011 n. 159, secondo cui fino alla confisca definitiva la fiscalità applicabile ai beni sequestrati deve intendersi come provvisoria, la mera intestazione al Fondo Unico Giustizia non costituisce un evento rilevante ai fini dell'imposta sulle transazioni finanziarie, fermo restando che la stessa dovrà applicarsi nel caso in cui i titoli azionari sequestrati ed intestati al FUG siano

#### 4.5.2 ESENZIONI

Nell'ambito delle fattispecie esenti è possibile distinguere tra esenzioni oggettive, cioè relative all'intera operazione, ed esenzioni soggettive, cioè riconosciute al solo destinatario, quando intervenga in qualità di acquirente o stipulando un contratto derivato.

Rientrano nella prima categoria:

1. le operazioni che hanno come controparte l'Unione europea, la Banca Centrale europea, le banche centrali degli Stati membri dell'Unione europea, le banche centrali e gli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali di altri Stati, gli enti o gli organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia<sup>242</sup> ;
2. le operazioni relative a prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili, nonché la sottoscrizione di contratti relativi a servizi di gestione di portafogli, anch'essi qualificati come etici o socialmente responsabili, a norma dell'articolo 117-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58<sup>243</sup>.

Costituiscono, invece, esenzioni soggettive:

---

poi venduti secondo le procedure stabilite dal citato d.l. n. 98 del 2011, così come nel caso in cui i titoli stessi siano definitivamente sottoposti a confisca.

<sup>242</sup> La *ratio* di tale esenzione è rinvenibile nella Relazione alla proposta di direttiva del febbraio 2013, secondo la quale *“l’istituzione dell’ITF non dovrebbe influire negativamente sulla possibilità di rifinanziamento delle istituzioni finanziarie e degli Stati, né sulle politiche monetarie in generale o sulla gestione del debito pubblico”* (par 3.3.2., relativo al campo di applicazione del sistema comune di FTT).

<sup>243</sup> Invero, il Decreto attuativo ha reso questa esenzione priva di effetti sostanziali, in quanto "i trasferimenti di proprietà e le operazioni aventi ad oggetto azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio qualificati come etici o socialmente responsabili ai sensi dell'art 117-ter del TUF " sono già fattispecie estranee all'applicazione del prelievo ed esclusi ai sensi dell'art. 2, comma 2, del Decreto. Inoltre, *“la sottoscrizione di contratti aventi ad oggetto il servizio di gestione di portafogli ... qualificati come etici o socialmente responsabili ai sensi dell'art. 117-ter del TUF”* non configura alcuna delle fattispecie soggette alla FTT, essendo priva di effetti traslativi. A tal proposito, alcuni Autori hanno ricondotto questa precisazione, effettuata dal Decreto attuativo, ad una *“eccessiva vaghezza”* nella definizione dei prodotti e servizi etici e socialmente responsabili fornita dall'art. 117-ter del TUF e dagli artt. 89 e 90 del Regolamento intermediari (adottato dalla CONSOB con delibera 29 ottobre 2007). Cfr. CARLUCCI A., MIELE L., POSA S., *Esenzioni ed esclusioni, op.cit.*, in Corr. Trib. n. 15/2013, p. 1153 s.

1. le operazioni poste in essere nell'esercizio di attività di supporto agli scambi e alla liquidità: in tali casi, l'imposta resta applicabile alla controparte acquirente, ove dovuta ai sensi dei commi 491 o 492, di modo che l'esenzione non si estende all'avente causa, qualora i soggetti "esenti" vendano i titoli in questione. Più in dettaglio, l'esenzione si applica a:

- le operazioni poste in essere nello svolgimento dell'attività di supporto agli scambi (cd. "*market making*")<sup>244</sup>, come definita dal Regolamento UE n. 236/2012 (cd. "*Short Selling*") e dalle relative Linee Guida pubblicate dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA)<sup>245</sup> nel 2013, se esonerati dall'autorità competente (limitatamente all'attività di *market making* svolta) dall'obbligo di comunicare le posizioni "corte"<sup>246</sup>;
- le operazioni poste in essere nello svolgimento dell'attività di supporto agli scambi direttamente per conto di una società emittente, al fine di favorire, nel quadro delle prassi di mercato ammesse<sup>247</sup>, la liquidità delle azioni da

---

<sup>244</sup> I cd. "*market maker*" favoriscono la circolazione dei titoli sul mercato secondario e ne assicurano da un lato la liquidità, con la propria disponibilità ad acquistare, e dall'altro il flottante, con la propria disponibilità a vendere. I rischi connessi all'assunzione di posizioni "lunghe" o "corte" sugli strumenti finanziari e sui valori mobiliari compravenduti vengono coperti mediante contratti derivati o prestiti dei medesimi valori mobiliari, che sono dunque riconducibili alla medesima operatività.

<sup>245</sup> Cfr. "*Final Report on Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) n. 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps*" del 1° febbraio 2013.

<sup>246</sup> Per i Paesi ai quali il predetto regolamento non è applicabile, l'esonero dei *market maker* dall'applicazione dell'imposta è condizionato alla presentazione di apposita istanza alla CONSOB, secondo le modalità dall'Allegato alla Del. CONSOB 13 marzo 2013, n. 18494, dimostrando comunque di rispettare i requisiti e le condizioni richieste dal citato regolamento n. 236/2012.

<sup>247</sup> Deve trattarsi di prassi accettate dalla locale autorità dei mercati finanziari (ai sensi delle direttive 2003/6/CE del 20 gennaio 2003 e 2004/72/CE del 29 aprile 2004), come quelle riconosciute dalla CONSOB con deliberazione 19 marzo 2009, n. 16839. Da ultimo, con D.M. 13 settembre 2013, sono stati meglio delineati aspetti di carattere operativo ai fini del riconoscimento dell'esenzione ai soggetti che svolgono le anzidette attività. In particolare, l'inserimento del riferimento alla sezione del sito internet della IOSCO, al pari di quello alla sezione del sito internet della CONSOB, è dettato ai soli fini di verificare quali sono gli accordi di cooperazione esistenti tra la CONSOB e le Autorità pubbliche nazionali di altri Paesi che autorizzano e vigilano i mercati regolamentati ed i sistemi multilaterali di negoziazione extra UE, o al fine di indicare i mercati riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'articolo 67 comma 2 del TUF con l'obiettivo di individuare

questa emesse. Per quanto riguarda l'esenzione accordata alle operazioni di *market making* sembra opportuno sottolineare che la stessa esenzione non è presente nella proposta di Direttiva Europea<sup>248</sup>, e che a differenza dell'imposta francese, il Legislatore non ha fornito una definizione autonoma di "supporto agli scambi".

2. le operazioni effettuate da enti di previdenza ed assistenza obbligatori pubblici e privati nonché le altre forme pensionistiche complementari. Si tratta, in particolare, dei fondi pensione sottoposti a vigilanza ai sensi della direttiva 2003/41/CE ed agli enti di previdenza obbligatoria, istituiti negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'art. 168-*bis* del T.U.I.R., nonché delle altre forme pensionistiche complementari di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252 Secondo quanto indicato dall'ultimo periodo del comma 5, ed esplicitato dalla Relazione, l'esenzione si applica anche alle operazioni effettuate indirettamente dai fondi pensione tramite veicoli di investimento, a condizione che la partecipazione di tali soggetti sia esclusiva (*Pension Fund Pooling Vehicles*). L'esplicito riferimento dell'esenzione a fondi pensione ed enti di previdenza obbligatoria comunitari, non contenuto anche nella Legge, ha risolto i dubbi emersi inizialmente circa la rilevanza della residenza e/o istituzione in Italia ed evita, in prospettiva, la contestazione di un trattamento discriminatorio nei

---

i mercati sui quali i predetti soggetti (*market maker, liquidity provider*) possono effettuare operazioni in esenzione di imposta. Per approfondimenti sui requisiti necessari al riconoscimento dell'esenzione in oggetto, si rinvia a PIAZZA M., *Nella Tobin Tax un criterio per individuare i mercati regolamentati*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, n. 11/2013.

<sup>248</sup> Proprio tale aspetto era stato fortemente criticato dall'ABI che ha, invece, sottolineato i positivi riflessi dell'attività dei *market making* sulla liquidità dei mercati e quindi, indirettamente, su *spread* e volatilità. Cfr. *Position paper* elaborato dall'Associazione nell'aprile 2013 nell'ambito della consultazione promossa sulla proposta di direttiva dal Dipartimento delle finanze.



confronti di soggetti istituiti in altro Stato membro UE o in uno Stato appartenente allo Spazio Economico Europeo.

Si ricorda, infine, che l'eventuale presenza di una causa di esclusione o di esenzione dall'imposta deve essere attestata in forma scritta dal contribuente all'intermediario (che ha l'onere di controllarne l'affidabilità e la veridicità utilizzando l'ordinaria diligenza) a meno che quest'ultimo non sia in grado di verificare autonomamente la presenza di tale causa nel momento in cui interviene nell'operazione (ad es. nella operazioni pronti contro termine).

#### **4.6. SOGGETTI RESPONSABILI DEL VERSAMENTO, OBBLIGHI STRUMENTALI E DICHIARATIVI**

L'art. 19, comma 1, del Decreto attuativo<sup>249</sup> attribuisce il ruolo di *“responsabili del versamento dell'imposta”* alle banche, alle imprese di investimento e agli altri soggetti comunque denominati, compresi gli intermediari non residenti nel territorio dello Stato, autorizzati nel Paese d'origine all'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività d'investimento assimilabili a quelle di **«negoziazione per conto proprio»**, **«esecuzione di ordini per conto dei clienti»** e **«ricezione e trasmissione di ordini»**, a esclusione delle attività consistenti nel mettere in contatto due o più investitori<sup>250</sup>.

---

<sup>249</sup> L'individuazione dei soggetti responsabili per il pagamento dell'imposta, nonché le modalità e i termini per il versamento e l'adempimento degli obblighi dichiarativi sono disciplinati dal comma 494 della Legge e dall'art. 19 del Decreto, il cui comma 5 rinvia, per quanto non espressamente disciplinato, al Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate del 27 dicembre 2013. Sull'argomento si vedano AMENDOLAV.-PROVENZANO, GALLI G., *I soggetti responsabili del versamento dell'imposta sulle transazioni finanziarie: profili operativi per le banche italiane ed estere*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 31-48; MOLINARO G., *Approvato il modello FTT per la dichiarazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie*, in *Corriere Tributario*, n. 4/2014, p. 320 e ss.

<sup>250</sup> Più precisamente, costituiscono interventi degli intermediari rilevanti ai fini degli obblighi di versamento quelli che scaturiscono dalla prestazione dei servizi e attività di investimento elencati dall'art. 1, comma 5, del TUF, ossia: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per

Relativamente ai trasferimenti della proprietà di azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi e alle operazioni su derivati e altri valori mobiliari, sono, inoltre, qualificati come responsabili del versamento:

- i soggetti abilitati a prestare servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione, di portafoglio, compresi quelli, comunque denominati, non residenti nel territorio dello Stato autorizzati nel Paese d'origine all'esercizio delle attività assimilabili a quelle di «**gestione di portafogli**» e «**gestione collettiva del risparmio**», per le operazioni effettuate nell'ambito di queste attività, sempreché tali soggetti non si avvalgano di altro responsabile d'imposta per l'esecuzione degli ordini di negoziazione<sup>251</sup>;

- le **società fiduciarie** comprese quelle non residenti nel territorio dello Stato, comunque denominate, autorizzate nel Paese di origine all'esercizio di attività assimilabili all'amministrazione di beni per conto terzi, per le operazioni effettuate nell'ambito di intestazioni a proprio nome e per conto dei fiducianti di strumenti finanziari, sempreché la società fiduciaria non si avvalga di altro responsabile d'imposta per l'esecuzione degli ordini di negoziazione, ovvero il fiduciante attesti che l'imposta relativa a tale operazione sia stata già applicata<sup>252</sup>;

---

conto dei clienti; *c/c-bis*) sottoscrizione e/o collocamento, con o senza assunzione a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Pur non essendo annoverabile tra i servizi di investimento, potrebbe peraltro costituire intervento qualificato anche quello relativo alla girata dei titoli azionari nominativi (art. 2023 cod. civ.), considerato che, ai fini degli obblighi di versamento, tale forma di intervento è espressamente considerata rilevante nel caso dei notai e che, secondo quanto detto in precedenza, la legge sembra non porre particolari limiti al coinvolgimento degli intermediari.

<sup>251</sup> Si tratta dei soggetti di cui all'art. 18 del T.U.F. e cioè SGR, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 T.U.B., società di gestione dei mercati regolamentati e SIM.

<sup>252</sup> Se da un punto di vista operativo, l'imposta sulle transazioni finanziarie prevede un ridotto coinvolgimento delle società fiduciarie, è anche vero che esse non dovranno svolgere soltanto il mero ruolo di soggetti tenuti ad un versamento, ma saranno soggetti tenuti all'attuazione del tributo in esame sulla base di una propria responsabilità, tale per cui eventuali omissioni saranno sanzionate. Inoltre, benché in forza del rinvio operato dal legislatore all'art. 64, comma 3, D.P.R. n. 600 del 1973, avranno comunque il diritto di rivalersi sugli effettivi contribuenti e che a ciò potranno provvedere sulla base dei contratti stipulati con i fiducianti, l'esercizio di tale diritto potrebbe risultare difficoltoso. Esse, infatti, dovranno preoccuparsi di ricevere in via anticipata dai fiducianti la provvista necessaria (come si è detto, sulla base della ricostruzione proposta, anche ove non la ricevessero, esse dovrebbero, comunque, provvedere al pagamento). Per approfondimenti sui profili critici riferibili al coinvolgimento delle fiduciarie si rinvia a MARCHETTI F., RASI F., *Applicazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie da parte delle*

- i **notai** e gli altri soggetti che intervengono nelle operazioni effettuate tramite la formazione o l'autentica di atti, compresi quelli esercenti l'attività fuori dal territorio dello Stato, sempreché il contribuente non attesti che l'imposta sia stata già applicata. Per le operazioni effettuate tramite atti formati o autenticati all'estero e oggetto di deposito presso un notaio esercente in Italia, l'imposta deve essere versata da quest'ultimo, sempreché il contribuente non attesti che l'imposta sia stata già applicata.

Appare perciò evidente come il meccanismo applicativo dell'imposta si fondi in prima istanza sull'intervento e l'adempimento da parte degli intermediari e solamente in via residuale sul contribuente stante la natura e tipologia dell'imposta. Solo nel caso in cui non intervengano intermediari, l'imposta deve essere versata dal contribuente.

Oltre ad individuare i soggetti responsabili del versamento dell'imposta, l'art. 19, comma 1, ne qualifica il ruolo sul piano sistematico, richiamando l'applicazione dell'art. 64, comma 3, DPR n. 600/1973. Tale disposizione definisce il responsabile d'imposta come colui che è tenuto al pagamento del tributo insieme con altri, per fatti e situazioni esclusivamente riferibili a questi, nei confronti dei quali ha diritto di rivalersi. Il responsabile, a differenza del sostituto d'imposta, è tenuto al pagamento dell'imposta non in luogo del contribuente, bensì in aggiunta ad esso. La differenza tra le due figure è quindi netta, con riflessi anche ai fini sanzionatori, amministrativi e penali.

Nell'ipotesi in cui gli intermediari agiscano in nome e per conto proprio, sono considerati "clienti" di se stessi e sono quindi sia responsabili

---

*società fiduciarie*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 49-61. In particolare, gli Autori sottolineano come il coinvolgimento di tali società, benché avvenga solo in casi in cui non partecipi all'operazione un altro operatore finanziario, presenti numerosi profili problematici legati, per lo più, all'applicabilità dell'ITF alle operazioni di intestazione e di re-intestazione di valori mobiliari alle società fiduciarie, nonché alla contemporanea applicazione dell'ITF e dell'IVA alle operazioni di trasferimento di valori mobiliari fiduciarmente intestati. Su quest'ultimo punto, vale la pena evidenziare che, in considerazione del fatto che il principio della trasparenza fiduciaria non opera con riferimento all'IVA, si è in presenza di un assetto particolarmente singolare tale per cui al momento della cessione di azioni o valori mobiliari, l'ITF sarà dovuta dal fiduciante, mentre l'IVA dalla società fiduciaria.

d'imposta che soggetti passivi, salvo il caso in cui intervengano nell'operazione come *riskless principal*, acquistando per rivendere la stessa quantità di titoli, allo stesso prezzo e con medesima data di regolamento (si veda infra par.).

Quando nell'esecuzione dell'operazione intervenga una pluralità di intermediari, il responsabile degli adempimenti di versamento e dichiarativi - come previsto dal comma 494 della Legge e dall'art. 19, comma 4, del Decreto - è il soggetto più "prossimo" al cliente, ossia quello che riceve direttamente dall'acquirente o dalla controparte finale l'ordine di esecuzione dell'operazione e che, pertanto, si trova nelle migliori condizioni per ottenere dal cliente la provvista per il versamento dell'imposta (potendo, in difetto, sospendere l'esecuzione dell'operazione).

Gli intermediari e gli altri soggetti che intervengono nell'operazione non sono tenuti al versamento dell'imposta nel caso in cui il contribuente attesti che l'operazione rientra tra le ipotesi di esclusione o esenzione. L'attestazione consiste nella dichiarazione in forma scritta, da parte del contribuente, del ricorrere dei presupposti per le esenzioni o esclusioni e non è necessaria quando i presupposti di esclusione o esenzione siano verificabili sulla base della natura tecnica delle operazioni o sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, o di cui i responsabili del versamento dispongono in adempimento degli obblighi in materia di antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo. Resta ferma, comunque, in questi casi, la responsabilità degli intermediari e degli altri soggetti che intervengono nell'operazione, in caso di comportamenti omissivi o negligenti.

Apposite disposizioni normative sono, inoltre, stabilite con riferimento agli intermediari esteri, a seconda che siano localizzati in Paesi riconosciuti o meno. (vedi infra par. 4.6.1).

Esistono poi obblighi di natura strumentale consistenti nella registrazione delle informazioni relative alle singole operazioni, in un apposito registro

formato e custodito su supporto informatico. Per i gestori, i fiduciari, i notai ed i contribuenti diversi dalle persone fisiche, gli obblighi strumentali consistono nella tenuta di un registro cronologico giornaliero. La registrazione delle informazioni relative alle operazioni deve essere effettuata entro il termine di versamento dell'imposta. Mentre, i contribuenti persone fisiche devono conservare la documentazione idonea ad attestare l'avvenuta operazione anche attraverso gli estratti conto bancari.

L'imposta deve essere versata ordinariamente entro il 16 del mese successivo al trasferimento di proprietà di azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi, entro il 16 del mese successivo a quello della conclusione del contratto per le operazioni su derivati e altri valori mobiliari ed entro il 16 del mese successivo a quello in cui cade la data di invio dell'ordine annullato o modificato, per le negoziazioni che si configurano come operazioni ad alta frequenza<sup>253</sup>.

La dichiarazione relativa all'anno solare precedente va presentata, in via telematica, secondo le ordinarie modalità, entro il 31 marzo di ciascun anno, a meno che l'imposta liquidata sia inferiore a 50 euro, nel qual caso la dichiarazione non deve essere presentata<sup>254</sup>.

In particolare, il modello di dichiarazione - che si compone del frontespizio e del quadro TT - prevede l'indicazione, su base mensile e con riepilogo annuale:

---

<sup>253</sup> Il versamento va eseguito con il modello F24, secondo le indicazioni contenute nella risoluzione 4 ottobre 2013, n. 62/E, in *Banca Dati BIG Suite*, IPSOA. In particolare occorre utilizzare i seguenti codici tributo: «4058» per le operazioni su azioni, «4059» per le operazioni in derivati e «4060» per le negoziazioni ad alta frequenza. Per il versamento, invece, delle sanzioni e degli interessi dovuti in caso di ravvedimento, i codici tributo da utilizzare sono: «4061» e «4062» rispettivamente per le sanzioni e gli interessi relativi alle operazioni su azioni denominate; «4063» e «4064» rispettivamente per le sanzioni e gli interessi su operazioni in derivati; «4065» e «4066» rispettivamente per le sanzioni e gli interessi relativi a negoziazioni ad alta frequenza.

<sup>254</sup> Se la dichiarazione è presentata entro 90 giorni dalla scadenza del termine stabilito, è considerata ancora valida ma, per il ritardo, l'Agenzia delle entrate applicherà una sanzione. La dichiarazione presentata con ritardo superiore a 90 giorni si considera, invece, omessa, ma costituisce comunque titolo per la riscossione delle imposte da essa derivanti.

(i) dei dati relativi alle operazioni su azioni (evidenziando per queste il numero delle operazioni, l'imponibile e l'imposta dovuta), alle operazioni in derivati ed alle negoziazioni ad alta frequenza (evidenziando per queste due tipologie esclusivamente l'imposta dovuta) e

(ii) dei dati relativi agli importi versati, degli eventuali crediti utilizzati a scomputo del debito d'imposta e delle eventuali eccedenze di versamento.

Il modello di dichiarazione prevede, inoltre, l'indicazione delle operazioni su azioni esenti o escluse dal prelievo individuate dagli artt. 15 e 16 del Decreto attuativo e successive modifiche.

Anche i responsabili del versamento non localizzati in Italia sono tenuti all'adempimento dei medesimi obblighi strumentali, dichiarativi e di versamento dell'imposta. Possono farlo attraverso la propria stabile organizzazione in Italia (ex art. 162 del T.U.I.R.), se esistente; in mancanza, possono nominare un rappresentante fiscale, individuato fra i sostituti d'imposta elencati all'art. 23 del D.P.R. n. 600/1973<sup>255</sup>. In assenza di una stabile organizzazione in Italia o della nomina di un rappresentante fiscale, gli adempimenti (dichiarazione, versamento e obblighi strumentali) sono posti in essere direttamente dai soggetti esteri, che, se obbligati alla presentazione della dichiarazione, devono identificarsi mediante richiesta di attribuzione del codice fiscale (qualora non ne siano già in possesso)<sup>256</sup>.

---

<sup>255</sup> I rappresentanti fiscali possono essere designati per assolvere gli adempimenti derivanti dall'applicazione dell'imposta dagli intermediari e dagli altri soggetti non residenti nel territorio dello Stato, ovunque localizzati, privi di stabile organizzazione in Italia; dagli intermediari finanziari localizzati in Stati o territori con i quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni o per l'assistenza al recupero dei crediti, privi di stabile organizzazione in Italia o con stabile organizzazione in uno degli Stati o territori con i quali sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni o per l'assistenza al recupero dei crediti, che non abbiano richiesto direttamente l'attribuzione del codice fiscale. Al fine di adempiere agli obblighi di versamento dell'imposta e di presentazione della dichiarazione, in entrambi i casi i rappresentanti fiscali devono inviare la richiesta di attribuzione del codice fiscale dei soggetti rappresentati (qualora questi non ne siano già in possesso) all'indirizzo di posta elettronica dell'Agenzia delle entrate, Centro operativo di Pescara, [entrate.ftt@agenziaentrate.it](mailto:entrate.ftt@agenziaentrate.it), unitamente alla comunicazione dell'avvenuta nomina.

<sup>256</sup> La dichiarazione dei soggetti esteri, privi di stabile organizzazione in Italia e che non hanno nominato un rappresentante fiscale, può essere presentata in via telematica, secondo le stesse regole previste per i soggetti residenti o mediante spedizione postale effettuata dall'estero utilizzando la raccomandata o altro mezzo equivalente dal quale risulti con certezza la data di spedizione.

Infine, in base all'art. 19, comma 5, del Decreto attuativo, gli intermediari che non intendano farlo direttamente possono avvalersi (restando comunque responsabili degli obblighi stabiliti dalla legge) della società di gestione accentrata di cui all'art. 80 del TUF (ossia della Monte Titoli, che è rimasta l'unica società di gestione accentrata anche dopo la liberalizzazione stabilita dal TUF), sia per il versamento dell'imposta che per l'assolvimento degli obblighi dichiarativi.

L'incarico deve risultare da "apposita delega" e le informazioni per il calcolo dell'imposta devono essere trasmesse alla Monte Titoli secondo le specifiche tecniche e il tracciato *record*, approvati con il Prov. 18 luglio 2013, entro il 16 del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione. La Società di gestione accentrata, entro la fine del mese successivo al termine previsto per il versamento, deve rendere disponibili all'Agenzia delle entrate le informazioni contenute nei prospetti di sintesi e comunica le ipotesi di insufficiente provvista ricevuta rispetto all'imposta dovuta come indicata nel prospetto di sintesi.

Per i titoli negoziati nei mercati regolamentati italiani, l'intervento della Monte Titoli nell'applicazione dell'imposta dovrebbe alleggerire di molto la posizione degli intermediari, essendo tale società nella condizione di verificare sia le movimentazioni dei conti emittenti, sia quelli dei conti partecipanti. D'altro canto, nella FTT francese gli adempimenti sono stati sostanzialmente concentrati su Euroclear, che costituisce il depositario centrale nazionale.

Non si ravvisano, peraltro, preclusioni perché di tale facoltà si avvalgano anche intermediari esteri che siano responsabili d'imposta, quanto meno quando dispongano di una stabile organizzazione in Italia o abbiano nominato un proprio rappresentante fiscale.

Rimane, tuttavia, fermo che il saldo netto deve essere sempre calcolato considerando la posizione del contribuente.

La legge, infine, nulla dispone in merito alle modalità e i tempi della rivalsa nei confronti del cliente, limitandosi a prevedere che l'intermediario possa sospendere l'esecuzione dell'operazione se non riceve la provvista

#### **4.6.1 IMPLICAZIONI INTERNAZIONALI DELLE DISPOSIZIONI PREVISTE PER GLI INTERMEDIARI ESTERI**

Come abbiamo già anticipato, apposite disposizioni normative sono stabilite con riferimento agli intermediari esteri, stante il fatto che l'art. 19, comma quarto, del Decreto attuativo prevede che: “ *I soggetti localizzati in Stati o territori con i quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni e per l'assistenza al recupero dei crediti dell'imposta..., che a qualsiasi titolo intervengono nell'esecuzione dell'operazione, si considerano a tutti gli effetti acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione*”.

Gli Stati o territori con i quali sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni o per l'assistenza al recupero dei crediti sono stati individuati con i provvedimenti del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 1° marzo 2013 e del 29 marzo 2013<sup>257</sup>.

In sintesi, gli intermediari esteri *cd. white list* (situati in Paesi “collaborativi”) in possesso di una stabile organizzazione in Italia devono adempiere agli obblighi di versamento e dichiarazione tramite la stabile

---

<sup>257</sup> La lista degli Stati riconosciuti risulta più limitata rispetto alla *cd. white list* di cui al D.M. 4 settembre 1996 (e successive modifiche), quella cioè degli Stati con cui sono in vigore procedure per un effettivo scambio di informazioni. Inizialmente, tra gli Stati “collaborativi” erano stati inseriti esclusivamente quelli appartenenti all'Unione Europea nonché Islanda e Norvegia (membri dello Spazio Economico Europeo). Sono esclusi, quindi, tutti gli Stati extra-comunitari indipendentemente dal fatto che siano in vigore convenzioni contro le doppie imposizioni che permettono uno scambio di informazioni, e ciò in ragione dell'applicabilità della direttiva 2010/24/UE del 16 marzo 2010 (sull'assistenza reciproca in materia di recupero dei crediti risultanti da dazi, imposte ed altre misure) e della direttiva 2011/16/UE del 15 febbraio 2011 (relativa alla cooperazione amministrativa nel settore fiscale), che abroga la direttiva 77/799/CEE ed il cui campo territoriale di applicazione – giusta il rinvio all'art. 52, primo paragrafo, TUE - non sembra comprensivo anche dei territori d'oltremare olandesi, francesi e britannici (cfr. l'art. 355 del TFEU e l'allegato II dello stesso TFEU), che peraltro non risultano richiamati nel provvedimento (che elencava solo gli Stati membri). Successivamente, sono stati aggiunti Australia, India ed USA, in quanto aderenti alla Convenzione di Strasburgo del 1988.



organizzazione, anche per le operazioni ad essa non inerenti. In mancanza, possono nominare un rappresentante fiscale in Italia, che risponde per gli obblighi derivanti dall'applicazione dell'imposta negli stessi termini e con le stesse responsabilità dell'intermediario estero.

Negli altri casi, gli intermediari esteri *cd. black list* si qualificano come acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione e quindi sono tenuti direttamente al versamento dell'imposta, nonché ad identificarsi richiedendo l'attribuzione del codice di partita iva.

A tal proposito, è opportuno fare due ordini di considerazioni. In primo luogo, il criterio di collegamento territoriale prescelto dal legislatore attiene alla localizzazione dell'intermediario, risultando ininfluenza la residenza. In realtà, la scelta del legislatore è finalizzata a discriminare tra soggetti che agiscono per il tramite di presenze in Stati e territori "collaborativi" (cioè che consentono lo scambio di informazioni e la reciproca assistenza) rispetto agli altri.<sup>258</sup>

In secondo luogo, occorre notare che la previsione secondo la quale i soggetti localizzati in Stati o territori non riconosciuti si considerano acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione, presenta delle notevoli conseguenze proprio nel caso in cui intervengano più intermediari nell'esecuzione delle transazioni in commento. Come abbiamo visto, infatti, l'art. 19, comma 4, primo periodo, stabilisce che: "*Qualora nell'esecuzione dell'operazione intervengano più soggetti tra quelli indicati nel comma 1, l'imposta è versata da colui che riceve direttamente dall'acquirente o dalla controparte finale l'ordine di esecuzione*". Pertanto, dal combinato disposto del primo e del terzo periodo del comma 4, consegue che gli obblighi di assolvimento dell'imposta potranno variare

---

<sup>258</sup> Secondo alcuni Autori, Tuttavia, "*l'adozione del criterio della residenza sarebbe risultato meno stringente in quanto avrebbe permesso a società residenti in Stati o territori riconosciuti, di poter beneficiare delle ordinarie disposizioni anche in relazione alle attività da essi svolte per il tramite di stabilimenti in Stati o territori non riconosciuti con la conseguenza di vanificare la necessità di trasparenza richiesta dalla nuova imposta*". In tal senso si veda LENOTTI M., *Tobin Tax: gli aspetti internazionali*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, n. 4/2013, p. 5 e ss.

sensibilmente in funzione della presenza di intermediari stranieri nella catena degli intermediari stessa. Qualora, infatti, tra gli intermediari esteri, anche solo uno di essi fosse localizzato in uno Stato non riconosciuto, allora la catena si presumerà interrotta a livello del primo intermediario riconosciuto che ha rapporti con l'intermediario non riconosciuto, in virtù della presunzione che proprio quest'ultimo è considerato (anche se in realtà non lo è) l'acquirente o la controparte finale dell'ordine di esecuzione.

La presunzione di cui al terzo periodo del comma 4 dell'art. 19 può comportare, altresì, ulteriori conseguenze rispetto al riconoscimento in capo all'intermediario *black list* delle esenzioni ed esclusioni spettanti alla propria clientela. Una possibile soluzione a tale problematica potrebbe essere quella della segregazione delle operazioni della clientela, che consentirebbe di qualificare, volta per volta, l'intermediario stesso quale esente, escluso o imponibile per singole e specifiche transazioni rispetto ad altre. Siffatta soluzione sembra, peraltro, coerente con le disposizioni in tema di *netting*<sup>259</sup> che dovrebbero trovare applicazione anche nei confronti degli intermediari *black list* in quanto considerati “ *a tutti gli effetti* ” come acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione. Tuttavia, il meccanismo della segregazione ai fini del *netting* risulta più complesso con riferimento alle operazioni imponibili. In tal caso, infatti, il *netting* opera a livello di soggetto passivo. Ma se il soggetto passivo è l'intermediario *black list* potrebbe verificarsi la situazione in cui la compensazione tra operazioni imponibili genera di fatto un salto d'imposta. Si consideri, ad esempio, il caso in cui un intermediario *black list*, e quindi considerato acquirente finale, abbia due clienti per i quali detto intermediario nello stesso giorno acquista e vende lo stesso titolo. Nel caso in cui si fosse fatto riferimento al singolo cliente si sarebbero registrate due operazioni di segno

---

<sup>259</sup> L'art. 4 del Decreto attuativo stabilisce che: “ *Il valore della transazione è determinato sulla base del saldo netto delle transazioni giornaliere, calcolato per ciascun soggetto passivo con riferimento al numero di titoli oggetto delle transazioni regolate nella stessa giornata e relative allo stesso strumento finanziario* ”.

opposto non compensabili in quanto realizzate da due soggetti diversi. Al contrario, la qualificazione dell'intermediario come soggetto passivo, comporterebbe la compensazione delle due posizioni di segno opposto con annullamento dell'imposta.

Considerazioni analoghe valgono rispetto alle modalità con le quali l'acquisto presunto in capo all'intermediario *black list* vada riconosciuto in capo all'acquirente finale effettivo, senza comportare una duplicazione dell'imposta.

#### **4.7 ACCERTAMENTO, RISCOSSIONE, SANZIONI E MODALITÀ DI RIMBORSO**

Ai fini dell'accertamento, delle sanzioni e della riscossione dell'ITF, nonché per il relativo contenzioso, si applicano le disposizioni in materia di imposta sul valore aggiunto, in quanto compatibili. Probabilmente, il richiamo alla disciplina IVA piuttosto che a quella dell'imposta di registro, è legato alla natura prettamente europea dell'IVA pertanto conosciuta anche dagli intermediari dei Paesi comunitari. In base al comma 498 della Legge, *“Le sanzioni per omesso o ritardato versamento si applicano esclusivamente nei confronti dei soggetti tenuti a tale adempimento, che rispondono anche del pagamento dell'imposta. Detti soggetti possono sospendere l'esecuzione dell'operazione fino a che non ottengano provvista per il versamento dell'imposta”*. Sul punto è intervenuto l'art. 20 del Decreto attuativo che ha integrato la normativa primaria, individuando come disposizione applicabile in caso di violazioni in tema di versamento della ITF (esclusivamente nei confronti dei soggetti tenuti a tale adempimento) - l'art. 13 del D. Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471 – e prevedendo, altresì, l'ipotesi di versamento insufficiente accanto a quella di versamento omesso.

Al riguardo, il comma 1 stabilisce che: *“In caso di insufficiente o omesso versamento dell'imposta, resta salva la facoltà dell'amministrazione*

*finanziaria di procedere al recupero della stessa e dei relativi interessi anche nei confronti del contribuente*". In sostanza, viene ribadito quando scaturirebbe comunque dalla configurazione in termini di *responsabili d'imposta* del ruolo degli intermediari, ai sensi dell'art. 64, comma 3, DPR 600/1973<sup>260</sup>. Tale disposizione prevede infatti una responsabilità solidale del responsabile d'imposta e del contribuente per il mancato pagamento delle imposte dovute, con la conseguenza di rendere irrilevante, nei confronti dell'Erario, la circostanza che il contribuente abbia comunque fornito – tempestivamente ed integralmente - la "provvista" al responsabile del versamento. La solidarietà implica, peraltro, che il Fisco non sia tenuto alla preventiva escussione dell'intermediario. Resta incerta, in tale contesto, l'individuazione delle azioni accessibili al contribuente per recuperare la provvista eventualmente fornita.

Per completare il quadro sanzionatorio, il comma 2 della norma secondaria dispone che *"per le violazioni relative alla dichiarazione, al contenuto della stessa e agli obblighi strumentali di cui all'art. 19, comma 5, si applicano le sanzioni previste dal decreto legislativo 18 dicembre 1997, n. 471, in materia di imposta sul valore aggiunto"*.

Manca, invece, qualsiasi indicazione specifica in merito alle modalità con cui riscuotere imposta, interessi e sanzioni nei confronti di intermediari e contribuenti esteri.

Per quanto riguarda, infine, la disciplina dei rimborsi, la richiesta va effettuata tramite la dichiarazione annuale, ovvero, in assenza dell'obbligo di presentazione tramite apposita istanza all'Agenzia delle Entrate.

---

<sup>260</sup> Semmai, il rinvio dell'art. 20 D.M. 21 febbraio 2013 all'art. 13 del D.lgs. n. 471 del 1997 pare eccedere quanto previsto dal comma 498 dell'art. 1, L. n. 228 del 2012, ai sensi del quale *Le sanzioni per omesso o ritardato versamento si applicano esclusivamente nei confronti dei soggetti tenuti a tale adempimento, che rispondono anche del pagamento dell'imposta*: infatti, tale norma non menziona l'insufficiente versamento che viceversa, risulta applicabile alla disciplina in commento proprio per effetto del rinvio da parte dell'art. 20, D.M. 21 febbraio 2013, all'art. 13, D.lgs. n. 471 del 1997. Cfr. CORASANITI G., *L'imposta sulle transazioni finanziarie nella normativa italiana*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, p. 29.

Gli intermediari *black list*, privi di stabile organizzazione in Italia e che non hanno posto in essere i comportamenti per disapplicare la regola «black list», possono presentare istanza di rimborso all'Agenzia delle Entrate nelle ipotesi in cui, essendo considerati acquirenti o controparti finali, la stessa operazione sia stata assoggettata all'imposta più di una volta<sup>261</sup>.

#### **4.8 GIUSTIFICAZIONE DELL'IMPOSTA IN BASE AI PRINCIPI COSTITUZIONALI DI CAPACITÀ CONTRIBUTIVA ED UGUAGLIANZA SOSTANZIALE**

Nell'analizzare l'imposta italiana sulle transazioni finanziarie, risulta evidente che essa si caratterizza per una evidente eterogeneità del presupposto, tanto che, sebbene formalmente si tratti di un regime impositivo unitario, nella sostanza esso si articola in tre distinti tributi. Secondo quanto evidenziato da parte della dottrina<sup>262</sup>, tale circostanza non può che avere conseguenze sulla legittimità dell'imposta rispetto al principio di capacità contributiva e ai suoi corollari. Vero è, infatti, che, proprio perché il settore finanziario esprime una forza economica intrinseca che manifesta una capacità contributiva maggiore rispetto a quella meramente reddituale, l'imposta è sicuramente riconducibile ai principi generali di uguaglianza sostanziale, capacità contributiva, solidarietà e giustizia sociale. Ma il rispetto del principio di capacità contributiva implica anche che il tributo, nel suo complesso, risponda a un disegno razionale, che, nel caso dell'imposta italiana, risulterebbe quantomeno incerto. Più precisamente, andrebbe verificato se le singole fattispecie delle forme di

---

<sup>261</sup> Tale evenienza potrebbe verificarsi nel caso in cui in una transazione intervenga, nell'ambito di una pluralità di intermediari, un intermediario *black list*. Quest'ultimo viene considerato come "cliente finale" (ai sensi del comma 4 dell'art. 19) anche quando sia intervenuto per conto terzi oppure come *riskless principal*. Conseguentemente, sarebbero comunque soggetti all'imposta sia il trasferimento di proprietà verso l'intermediario *black list*, sia il trasferimento di proprietà da questi posto in essere. Tuttavia, dovrebbe essere ammesso il rimborso dalla ITF relativa al primo trasferimento, quando l'intermediario *black list* possa comunque dimostrare di aver operato come *broker* o *riskless principal*.

<sup>262</sup> Per tutti si veda FRANSONI G., *Spunti di riflessione in tema di presupposti delle imposte sulle transazioni finanziarie*, in Rass. Trib., n. 6/2013, p. 1267 e ss.

prelievo disciplinate dall'art. 1, commi 491, 492 e 495 della L. n. 228/2012 “*siano riconducibili a unità e, comunque, se, al di là della loro eventuale eterogeneità, attestino la scelta di assumere quale indice di riparto un medesimo presupposto (ossia un fatto espressivo della medesima capacità contributiva)*”<sup>263</sup>. L'esito di tale verifica sembrerebbe, *prima facie*, negativo almeno sotto due profili: in primo luogo, fatta eccezione per l'imposta sulle operazioni ad alta frequenza, non parrebbe esserci coerenza fra la struttura dell'imposta e le ragioni di fondo dell'intervento, tramite lo strumento fiscale, nel settore dei mercati finanziari; in secondo luogo, sembra difficile comprendere le ragioni di un diverso trattamento tra le operazioni svolte sui mercati finanziari a scapito di quelle svolte al di fuori di questi ma comunque strutturalmente omogenee.

Secondo parte della dottrina, inoltre, appare in contrasto con il principio di capacità contributiva anche l'indeducibilità dell'imposta sulle transazioni finanziarie ai fini delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive, così come anche sul piano dell'uguaglianza di trattamento, non sarebbe giustificabile la disparità di trattamento tra società con capitalizzazione superiore ed inferiore ai 500 milioni di euro, nonché tra i soggetti a cui l'imposta viene applicata sul *netting* e coloro ai quali la stessa non viene applicata<sup>264</sup>.

Tuttavia, a parere di chi scrive, la verifica della rispondenza dell'imposta sulle transazioni finanziarie, anche nella sua versione nazionale, rispetto al principio della capacità contributiva e, più in generale, rispetto ai principi

---

<sup>263</sup> Cfr. FRANSONI G., *Spunti di riflessione*, op. cit., p. 1257. Tale verifica, secondo l'Autore, è fondamentale per attestare l' “unicità del presupposto, inteso quale considerazione unitaria del complesso degli elementi di fatto e dei corrispondenti effetti propri della disciplina del tributo e, quindi, quale giustificazione, in termini normativi, del complesso di situazioni giuridiche soggettive (ciascuna avente un'autonoma fattispecie) per effetto delle quali si realizza l'incremento patrimoniale del soggetto attivo e la corrispondente decurtazione del patrimonio del contribuente”.

<sup>264</sup> In tal senso si veda CORASANITI G., *L'imposta sulle transazioni finanziarie nella normativa italiana*, op. cit., pp. 29.

costituzionali, non può che prendere le mosse da un corretto inquadramento della finalità del tributo in parola.

Già nelle premesse all'analisi dell'originaria *Tobin Tax* (vedi par. 1.1 capitolo I) si è tentato di evidenziare l'intrinseca natura extra-fiscale con scopo disincentivante dell'imposta, accennando, tra l'altro, un primo paradigma con il tributo ambientale, in quanto funzionalmente indirizzato a coordinare le attività dei privati per incentivare o disincentivare comportamenti considerati dannosi per la collettività.

Ebbene, questa premessa torna utile in questa sede per analizzare la questione della legittimità costituzionale da una diversa prospettiva<sup>265</sup>.

Tutti i tributi il cui obiettivo sia sostanzialmente fiscale possono perseguire fini extrafiscali e produrre comunque effetti economici che si aggiungono al fatto stesso dell'entrata e tutti i tributi il cui obiettivo sia extrafiscale possono eventualmente generare risorse a vantaggio dello Stato.

In tal senso, è possibile indicare una differenziazione tra tributi con fini essenzialmente, e non unicamente, fiscali e tributi con fini essenzialmente, e non unicamente, extrafiscali. Quando il tributo persegue fini essenzialmente fiscali, il principio più importante, dal punto di vista costituzionale, è quello della capacità contributiva. Mentre, se il fine del tributo è essenzialmente

---

<sup>265</sup> Non è possibile, in questa sede, soffermarsi sull'evoluzione del dibattito dottrinale sulla concezione extrafiscale del tributo. Basti dire che dal punto di vista storico, la dottrina italiana e quella spagnola riconoscono che gli apporti più importanti sono nati all'interno di due scuole metodologicamente contrapposte, la Scuola sostanziale napoletana fondata da Oreste Ranalletti e la Scuola di Pavia di Benvenuto Griziotti. Il Ranalletti ha cercato di stabilire la natura giuridica dell'imposta sulla base di premesse *ius* privatistiche, introducendo l'idea della solidarietà come una delle cause dell'imposizione, così come l'esistenza di tutta una serie di obiettivi che lo Stato deve raggiungere per il benessere dei cittadini. Cfr. RANELLETTI O., *Diritto finanziario*, Milano, 1928. Uno dei primi studi in materia di extrafiscalità è stato realizzato dal Pugliese agli inizi del secolo scorso. Cfr. PUGLIESE M., *La finanza e i suoi compiti extra fiscali negli stati moderni*, Padova, 1932. Per l'Autore il fatto che una stessa imposta possa procurare fini fiscali ed extrafiscali rende possibile la trasformazione di imposte di ordinamento in imposte fiscali e viceversa, a seconda della presenza della capacità contributiva nella loro struttura, così come in base al livello di entrate che possano procurare una volta che siano operative nell'ordinamento giuridico. In generale, per il Pugliese esistono altri fini, di carattere diverso e non secondario, che fanno in modo che il fine fiscale non sia quello che definisce la nozione di imposta. In linea con gli apporti del Pugliese, il Griziotti considera che quando le funzioni sociali prevalgono su quelle finanziarie si è in presenza della finanza extrafiscale; da cui si comprende che il passaggio dall'una all'altra si realizza gradualmente con la conversione delle funzioni fiscali in sociali. Cfr. GRIZIOTTI B., *I principi delle entrate extra-fiscali*, in Riv.Dir.Fin.Sc.Fin., 1951, p. 122.

extrafiscale, la valenza del principio della capacità contributiva va coniugata con la valutazione degli altri principi che regolano l'intervento dello Stato nell'economia<sup>266</sup>.

Le caratteristiche essenziali del prelievo tributario sono da ricercare sempre nell'art. 53 Cost. in quanto la capacità contributiva costituisce presupposto, limite e parametro del prelievo, e consiste nell'idoneità del soggetto ad essere coattivamente sottoposto alla potestà tributaria secondo criteri di progressività<sup>267</sup>. Al suo interno, però, si insinua anche il principio di giustizia extrafiscale, fondato sul principio di eguaglianza, intesa come garanzia di partecipazione di tutti i cittadini all'organizzazione politica economica e sociale del Paese. E' di tutta evidenza come, attualmente, tributi istituiti originariamente al fine di reperire le entrate necessarie allo svolgimento delle attività dello Stato, producano anche ed inevitabilmente effetti economici e sociali<sup>268</sup>. Pertanto, bisogna cercare innanzitutto di stabilire se, nell'ambito dell'imposta sulle transazioni finanziarie, il carattere extrafiscale sia principale ovvero accessorio rispetto a quello di riscossione, il che passa attraverso un'analisi non soltanto strutturale, ma anche funzionale del tributo<sup>269</sup>.

---

<sup>266</sup> Più netta è la posizione del Giannini secondo il quale è raro trovare imposte che abbiano come ragione o fine extrafiscale la distribuzione sociale della ricchezza esistente, mentre è molto frequente che si cerchi di limitare attraverso un'elevata imposizione alcune manifestazioni della vita economica o sociale che si considerano pericolose per la collettività. Al contrario, le esenzioni servono a favorire determinate attività considerate socialmente vantaggiose. Giannini preferisce per questo l'inserimento dei benefici fiscali nell'ordinamento giuridico alla creazione di imposte con fini extrafiscali, affermando che queste ultime sono estranee alla realizzazione del principio di capacità contributiva. Cfr. GIANNINI A.D., *Istituzioni di Diritto Tributario*, Milano, 1974.

<sup>267</sup> In tal senso, AMATUCCI A., *L'ordinamento giuridico della finanza pubblica*, op. cit., p.87.

<sup>268</sup> Cfr. FICHERA F., *Fiscalità ed Extrafiscalità nella Costituzione. Una rivisitazione dei lavori preparatori*, in Riv.Dir.Fin.Sc.F., 1997, p. 486. L'Autore, infatti, afferma che "il sistema tributario nell'epoca contemporanea sviluppa allo stesso tempo una funzione fiscale ed una extrafiscale: oltre a procurare mezzi finanziari necessari per sostenere lo sviluppo delle funzioni dello Stato, serve a realizzare fini economici e sociali di vario ordine, siano essi redistributivi, congiunturali o di sviluppo. Il tratto di tali profili strumentali non è nuovo ma oggi la peculiarità è data dal fatto che più cresce la funzione fiscale, ovvero più sono necessarie le risorse per far fronte ad una spesa pubblica crescente, più si accentua la funzione extrafiscale; un carico fiscale in aumento, di fatto, interferisce in modo più marcato e diffuso sulle condizioni del contribuente, condiziona le posizioni ed influenza le scelte familiari e aziendali, costituendo uno strumento efficace, insieme con altri, al raggiungimento dei fini dell'ordinamento".

<sup>269</sup> L'analisi strutturale fa riferimento all'ambito interno dell'imposta, mentre quella funzionale fa riferimento al suo ambito "esterno", cioè alla interrelazione tra la sua struttura ed il fine



La dottrina ha elaborato in via di principio tre criteri in base ai quali è possibile definire un'imposta come principalmente extrafiscale<sup>270</sup>:

1. le imposte con fini extrafiscali devono intendersi come trattamenti tributari additivi che vengono introdotti nell'ordinamento giuridico impositivo con l'inserimento di un fatto imponibile che agisce in funzione promozionale;
2. sono strumenti ancora più disincentivanti rispetto alle imposte previamente esistenti nel sistema fiscale, rivolte prevalentemente al fine della riscossione;
3. si riferiscono in modo mediato a principi costituzionali legati all'effettività del principio di uguaglianza sostanziale, nonostante debbano fondarsi sul principio di capacità contributiva.

A ben guardare, ci sembra che l'imposta sulle transazioni finanziarie soddisfi i predetti requisiti. Difatti, l'imposta, pur garantendo un certo gettito, colpisce un fatto imponibile considerato, in sé stesso, in funzione esclusivamente disincentivante, e ciò si riflette sia negli elementi del tributo, sia nella struttura quantitativa della prestazione (prelievo

---

extrafiscale nel contesto normativo costituzionale. Lago Monterò evidenzia il pensiero della dottrina spagnola su questo tema: affinché un tributo inizialmente extrafiscale meriti tale qualifica, deve possedere una completa struttura logico-tributaria principalmente extrafiscale; il fatto imponibile deve essere un fatto della realtà sociale dimostrativo di una condotta o situazione che merita correzione o disincentivo, sotto la protezione di valori costituzionalmente protetti, oltre che dimostrativo di ricchezza imponibile anche in via mediata. Il soggetto passivo d'imposta deve essere quello che realizza il fatto imponibile e non qualsiasi altra persona che abbia una relazione giuridicamente rilevante con lo stesso, senza privare il Legislatore della possibilità di utilizzare, nel caso lo ritenga opportuno, figure di sostituzione o responsabilità per ragioni di convenienza nella gestione o di garanzia della riscossione. La base imponibile deve essere "*l'espressione numerica del fatto imponibile*". Cfr. LAGO MONTERÒ J.M., *El Poder Tributario de las Comunidades Autónomas*, Pamplona, 2000, pp. 125 e 126.

<sup>270</sup> Su tutti, per la dottrina italiana, FICHERA F., *Le Agevolazioni Fiscali*, Padova, 1992, pp. 148 e 167. L'Autore, nel riferirsi alla fenomenologia dei benefici fiscali, intesi come una delle modalità di attuazione dell'extrafiscale in materia tributaria, afferma che "*i benefici fiscali non possono trovare nella capacità contributiva un parametro diretto di paragone perché non si tratta di carenza di capacità contributiva, ma di una valutazione diversa di una capacità contributiva che ad ogni modo esiste... il principale tipo di controllo in materia di delimitazione dei benefici fiscali si riferisce alla loro legittimità nella ricerca del principio generale di uguaglianza. In questo caso si tratta delle incongruenze e irragionevolezza che viciano la scelta legislativa di differenze confrontate, per esempio, con altre delimitazioni poste dalla stessa legge ordinaria*". Per la dottrina spagnola, si veda CASADO OLLERO, G., *Función Extrafiscal del Impuesto: la noción de capacidad contributiva como esencial al impuesto*, in Serie de Conferencias sobre Derecho Tributario, Buenos Aires, Asociación Argentina de Estudios Fiscales, 1994, pp. 69 e 70

percentualmente minimo), che risulta strettamente legata al fine extrafiscale di ridurre la speculazione destabilizzante. L'imposta dovrebbe, infatti, colpire soprattutto le transazioni speculative, e solo in minima parte gli investitori «virtuosi» che agiscono con ottiche di medio-lungo periodo, senza contare le innumerevoli fattispecie di esenzione e di esclusione finalizzate, per l'appunto, a dare rilievo esclusivamente ai comportamenti finanziari ritenuti responsabili dell'instabilità dei mercati e della volatilità dei prezzi. Da questo punto di vista, si tratta di un'imposta con fini extrafiscali che disincentiva ancor di più il comportamento dei soggetti passivi mediante un ulteriore aggravio di capacità contributiva che, in questo caso, trova la sua legittimazione nei principi inerenti la giustizia tributaria sostanziale. D'altra parte, l'articolazione dell'imposta è anche tale da renderla meno gravosa sui soggetti che correggono la propria condotta<sup>271</sup>. Oltre a costituire uno strumento di redistribuzione della ricchezza, l'imposta sulle transazioni finanziarie avrebbe effetti distributivi progressivi, ovvero i suoi effetti aumenterebbero proporzionalmente al reddito, dato che i soggetti a più alto reddito usufruiscono in misura maggiore dei servizi forniti dal settore finanziario, senza gravare incisivamente sui nuclei familiari e sulle piccole e medie imprese, che non investono sistematicamente sui mercati finanziari.

Come osservato da autorevole dottrina, l'economia finanziaria attuale è caratterizzata da “effetti redistributivi rovesciati”<sup>272</sup>, nel senso che la nuova ricchezza mobiliare concentrata sui mercati non produce valore per la comunità e quindi non apporta alcun beneficio all'economia reale, “senza

---

<sup>271</sup> Da questo punto di vista sembra pienamente calzante il paragone tra l'imposta sulle transazioni finanziarie e i tributi ambientali, tributi extrafiscali per eccellenza, che si fondano sul principio del "chi inquina paga", che ha un carattere preventivo e risarcitorio, e non sanzionatorio; l'agente contaminatore dovendo assumersi i costi della protezione ambientale, deve cercare altri mezzi per conseguire il fine desiderato senza contaminare, il che significa che il tributo spinge verso strade alternative mentre la sanzione non è, al contrario, flessibile.

<sup>272</sup> In tal senso, si veda GIOVANNINI A., *Imposta ordinaria sul patrimonio e imposta sulle transazioni: un appunto*, in *Rassegna Tributaria*, 2012, p. 169 e ss.

neppure che a ciò si frapponga una reazione del diritto tesa a mitigare questa "perversione" con lo strumento fiscale".

Volendo, dunque, tirare le fila del discorso, possiamo affermare che, benché la capacità contributiva costituisca un limite all'utilizzo extra-fiscale del tributo, lo sviluppo positivo e dottrinario ha delineato la creazione di questo tipo di strumenti in modo tale che forme pure di fiscalità o extra-fiscalità siano inesistenti: sono tributi principalmente fiscali quelli in cui la capacità contributiva appare non solo come presupposto che legittima il tributo, ma anche come criterio di strutturazione e applicazione dello stesso, mentre hanno una *ratio* principalmente extrafiscale quelli che, nel perseguire espressamente fini di politica economica, utilizzano la capacità contributiva come criterio predominante per la strutturazione e l'applicazione dell'imposta, il cui gravame addizionale, rappresentato dalla quota tributaria da pagare, è legittimato dal fine costituzionalmente legittimo.

Secondo l'orientamento dottrinale prevalente<sup>273</sup>, l'extrafiscalità trova la sua giustificazione, sul piano costituzionale, nell'art. 3, comma 2, della Costituzione, nell'art. 2 e, più in generale, in tutte quelle norme della Carta da cui si possono ricavare principi e criteri di ordine finalistico che possono orientare il Legislatore<sup>274</sup>. Inoltre, ad una concezione "allargata in senso oggettivo-patrimoniale" del principio di capacità contributiva

---

<sup>273</sup> Ci si riferisce, in particolare, ai fautori della *Teoria dell'ammissibilità* propria degli anni '60, e oggi dominante, secondo la quale i fini fiscali dell'imposizione possono coesistere con i fini extrafiscali in quanto tra i due aspetti del fenomeno non sussiste necessariamente una contraddizione sempre che i fini non fiscali previsti siano legittimi costituzionalmente, non contrastino con i principi costituzionali, sia in ragione dei limiti previsti dalla Costituzione, sia in ragione dei vincoli di natura finalistica ricavabili dal dettato costituzionale; la Costituzione italiana, quindi, prevede ed ammette le finalità extrafiscali e le norme costituzionali possono vincolare in tale senso l'esercizio del potere di imposizione. Peraltro, nella Costituzione italiana, pur non essendoci una nozione compiuta di tributo, esiste un riferimento ai fini extrafiscali dell'imposta nel suo titolo V° (art. 119), oltre ad una serie di principi, quali quello della riserva di legge (art.23), della capacità contributiva e della progressività (art.53), che operano nei confronti del tributo ed, inoltre, quello della finanza funzionale (artt. 3, 41, 27, 81) in cui il tributo è strumento di politica economica.

<sup>274</sup> Cfr. ABBAMONTE G., *Corso di diritto finanziario*, Napoli, 1969, I, pp.24 e ss.; LICCARDO G., *Il concetto di imposizione tributaria*, Napoli, 1967, pp.54 e ss.; FORTE F., *Il sistema tributario e la politica fiscale italiana*, Torino, 1965, pp.72 e ss..

contribuiscono anche le norme e le fonti del diritto comunitario, che sono emanate con l'obiettivo del "coordinamento e del ravvicinamento delle legislazioni nazionali"<sup>275</sup>. Tali norme, infatti, finiscono con l'influenzare fino a orientare la produzione normativa nazionale, ivi inclusa la produzione di nuove forme di imposizione anche indiretta sui beni costituenti il patrimonio di particolari categorie di contribuenti, come nel caso dell'imposta sulle transazioni finanziarie.

---

<sup>275</sup>Secondo Casado Ollero, addirittura, nell'ottica comunitaria, non si riesce neanche a comprendere il significato di un'imposta se non si considera che essa riveste allo stesso tempo una natura fiscale ed una extrafiscale; secondo il professore spagnolo "il coordinamento delle legislazioni fiscali, attraverso il processo di armonizzazione, è sostanzialmente in funzione di obiettivi extrafiscali". L'Autore ritiene che la fiscalità del Trattato CE si realizza nella sua prospettiva extrafiscale, tanto da affermare che "l'extrafiscalità costituisce un fenomeno inscindibile da tutto il processo di armonizzazione fiscale comunitaria".

## CONCLUSIONI

Come già ricordato, l'Italia è uno degli undici Paesi membri UE, che hanno aderito al progetto di cooperazione rafforzata per l'introduzione dell'imposta europea sulle transazioni finanziarie: una proposta, tuttavia, che continua ad incontrare ostacoli sul suo cammino (l'impossibilità di raggiungere un accordo unanime prima, la ferma opposizione del Regno Unito e l'ambigua sentenza della Corte di Giustizia poi).

In occasione della riunione Ecofin del 6 maggio 2014, inoltre, solo dieci<sup>276</sup> degli 11 Stati cooperanti hanno sottoscritto uno *statement* congiunto nel quale hanno affermato la volontà di dare vita ad un regime armonizzato di tassazione delle transazioni finanziarie attraverso il raggiungimento di un possibile accordo di compromesso entro la fine del 2014, per la successiva implementazione della FTT a partire dal 1° gennaio 2016. Tra l'altro, gli Stati cooperanti hanno evidenziato la necessità di un'introduzione graduale della FTT, al fine di valutarne *in itinere* gli impatti economici, concentrandosi in una prima fase solo sulla tassazione delle azioni e di alcuni strumenti derivati.

D'altronde, non poteva essere diversamente: la forte connotazione politica della proposta, la preesistenza di forme di prelievo sulle transazioni finanziarie in alcuni Paesi cooperanti ed i rischi di delocalizzazione connessi alla limitata estensione geografica dell'area FTT adottata in regime di cooperazione rafforzata, rendono il contesto negoziale assai complesso.

Con riferimento al campo di applicazione dell'imposta, sono stati fatti progressi rispetto all'individuazione delle tipologie di azioni da assoggettare a tassazione. La Presidenza del Consiglio dell'Unione Europea, assunta dall'Italia il 1° luglio 2014, ha lavorato per facilitare il raggiungimento di un consenso sull'individuazione degli strumenti derivati

---

<sup>276</sup> La Slovenia, infatti, si è momentaneamente chiamata fuori dall'accordo per via della delicata situazione politica nazionale.

da assoggettare a tassazione nella prima fase di applicazione dell'imposta, mantenendo in ogni caso l'esclusione degli scambi di titoli di Stato sul mercato secondario, tanto nella prima fase, quanto in occasione di futuri possibili allargamenti dell'ambito di applicazione dell'imposta, così come è stata confermata l'esclusione di tutte le transazioni che possano avere impatti sul mercato dei titoli di Stato.

Con riguardo alla scelta del principio di tassazione da utilizzare, è emerso un largo consenso tra gli Stati cooperanti per l'utilizzo combinato dei principi del luogo di residenza delle parti e del luogo di emissione dello strumento, sebbene non sia stato ancora raggiunto un accordo definitivo circa le modalità di interazione di tali principi.

Non è stata, invece, ancora avviata una discussione sostanziale sulla destinazione del gettito, che - in base alla proposta originaria della Commissione - avrebbe dovuto dar vita ad un nuovo tributo proprio dell'Unione Europea.

Nonostante gli sforzi, tuttavia, i tempi non sembrano ancora maturi, tanto che durante la riunione ECOFIN del 9 dicembre 2014 la proposta ha subito una nuova battuta d'arresto, annunciata proprio dal ministro italiano Padoan che ha comunicato la decisione di rinviare l'eventuale raggiungimento dell'accordo al 2015.

Contestualmente, in Italia continua a trovare applicazione l'imposta sulle transazioni finanziarie introdotta dalla Legge di Stabilità per il 2013 che, oltre a caratterizzarsi per una evidente eterogeneità del presupposto, presenta anche numerose differenze strutturali con la FTT europea.

Rispetto all'ambito oggettivo di applicazione, le differenze emergono sia con riguardo alla definizione di transazioni imponibili contenuta nella direttiva<sup>277</sup>, sia con riferimento alle esclusioni (ed esenzioni) di imposta

---

<sup>277</sup> Si ricorda che ai sensi dell'art. 2 della Proposta di Direttiva ai sensi sono imponibili le operazioni di: acquisto e vendita di strumenti finanziari; trasferimento di strumenti finanziari tra entità dello stesso gruppo; conclusione di contratti derivati; permuta di strumenti finanziari; patti di retrovendita e prestito titoli, quote di OICVM. L'ambito di applicazione, inoltre, non risulta

presenti nella disciplina italiana. Difatti, quest'ultima è incentrata per lo più sul concetto di compravendita e di trasferimento della proprietà, mentre quella europea lega la tassazione al trasferimento del rischio non necessariamente collegato al passaggio della proprietà<sup>278</sup>. Inoltre, nella proposta europea vengono assoggettate ad imposta sia le transazioni infragruppo, sia i trasferimenti temporanei di proprietà, che invece costituiscono fattispecie escluse nell'imposta italiana. Ulteriore elemento distintivo della FTT è la previsione secondo cui l'imposta si applica alle transazioni prima del *netting* o *settlement*.

Chiaramente diverso appare, inoltre, il criterio di territorialità dell'imposta adottato in ambito europeo rispetto a quello interno, laddove il criterio dell'emissione risulta centrale per la normativa italiana, mentre rimane soltanto residuale nella proposta di direttiva, che si incentra sul principio di residenza o di stabilimento all'interno dell'UE di almeno una delle parti della transazione.

Ancora, rispetto alle operazioni su contratti derivati, la proposta di direttiva prevede l'applicazione di un'aliquota dello 0,01% sul valore nozionale del contratto, diversamente dalla normativa nazionale che prevede l'applicazione di un'imposta *lump sum* che varia in dipendenza della tipologia di contratto e del valore nozionale del contratto. Si aggiunga che in ambito europeo non si prevede affatto un'imposta sul trading ad alta frequenza. Infine, strutturalmente diversa risulta l'individuazione dei soggetti passivi. La FTT europea, coerentemente con l'obiettivo di assicurare il giusto contributo degli enti finanziari alla copertura dei costi della crisi, nonché con la finalità di assicurare un maggior grado di certezza nel versamento dell'imposta, individua quale "soggetto debitore nei

---

limitato alle operazioni sui mercati regolamentati, come i mercati organizzati e le strutture di negoziazione multilaterale, ma copre anche altri tipi di transazioni tra cui quelle negoziate fuori borsa (*over the counter*).

<sup>278</sup> Lo conferma il fatto che l'imposta europea si applicherebbe anche ai contratti di vendita con patto di riacquisto e di acquisto con patti di rivendita, nonché ai contratti di concessione e assunzione di titoli in prestito.

confronti delle autorità fiscali” proprio gli enti finanziari, stabilendo che le parti di una transazione (diverse da un ente finanziario) possano rispondere del pagamento dell’imposta solo nel caso di mancato versamento dell’imposta da parte dell’ente finanziario ed, in ogni caso, senza liberazione di quest’ultimo. In Italia, invece, la necessità di assicurare la conformità con il principio di capacità contributiva ha indotto il legislatore ad individuare quale soggetto passivo d’imposta colui in favore del quale avviene il trasferimento di proprietà delle azioni o degli altri strumenti finanziari partecipativi; le controparti delle operazioni su strumenti finanziari derivati e il soggetto che immette gli ordini, per l’imposta sulle operazioni ad alta frequenza, prevedendo per gli intermediari finanziari la sola qualifica di responsabili d’imposta.

Tali significative differenze, unitamente ai deludenti risultati raggiunti in termini di gettito d’imposta<sup>279</sup> rispetto alle attese, ci inducono a ritenere che, probabilmente, sarebbe stato più utile per l’Italia non agire da “solista” bensì attendere l’introduzione dell’imposta a livello europeo. D’altronde, in virtù di quanto disposto dall’art. 15 della Proposta di Direttiva UE, una volta entrata in vigore l’imposta europea dovranno venire meno quelle nazionali: non può così sfuggire la complessa situazione creatasi con l’introduzione della analoga tassazione in Italia che corre il rischio di una applicazione, e connessi oneri amministrativi ed informatici degli enti finanziari, limitata nel tempo.

In ogni caso, la *Financial transaction tax*, sia nella versione europea che in quella nazionale, pur presentando, al pari di ogni nuova imposizione, alcuni rischi sulla possibile diminuzione del volume delle operazioni

---

<sup>279</sup> Secondo le stime, l’ITF avrebbe dovuto rendere alle casse dello Stato una cifra pari ad un miliardo e 88 milioni di euro. Tuttavia, già nel corso del 2013, l’imposta ha causato la diminuzione del volume d’affari della borsa italiana con una perdita pari a 17,5 miliardi di euro al mese ed una riduzione delle transazioni giornaliere di Piazza Affari pari al 7% con un costo di circa 200 miliardi di euro, segnando incassi erariali che non hanno superato di molto i 300 milioni di euro nel 2013, e non più di 400 milioni nel 2014.



borsistiche e su possibili fughe di capitali verso paesi offshore, potrebbe determinare vantaggi apprezzabili e duraturi nel tempo.

Si tratta, innanzitutto, di uno strumento fiscale finalmente in grado, da un lato, di far emergere le ricchezze in precedenza non tassate nella fase della loro formazione reddituale, dall'altro di colpire la ricchezza patrimoniale che transita per i mercati regolamentati e non, consentendo la tassazione dei possessori di tali ricchezze in ragione della loro partecipazione alla comunità non per cittadinanza o residenza ma per interessi economici che gravitano intorno ad un mercato finanziario territorialmente dato.<sup>280</sup>

Oltre a costituire uno strumento di redistribuzione della ricchezza, poi, la valutazione d'impatto dimostra che la FTT avrebbe effetti distributivi progressivi, ovvero i suoi effetti aumenterebbero proporzionalmente al reddito, dato che i soggetti a più alto reddito usufruiscono in misura maggiore dei servizi forniti dal settore finanziario, senza gravare incisivamente sui nuclei domestici e sulle piccole e medie imprese che non investono attivamente sui mercati finanziari.

Come osservato da autorevole dottrina, l'economia finanziaria attuale è caratterizzata da “effetti redistributivi rovesciati”<sup>281</sup> nel senso che la nuova ricchezza mobiliare concentrata sui mercati non produce valore per la comunità e quindi non apporta alcun beneficio all'economia reale, “senza

---

<sup>280</sup> Così GIOVANNINI A., *Capacità contributiva e imposizione patrimoniale: discriminazione qualitativa e limite quantitativo*, in *Rassegna Tributaria*, n. 5/2012, pag. 1131.

<sup>281</sup> Cfr. GIOVANNINI A., *Imposta ordinaria sul patrimonio e imposta sulle transazioni: un appunto*, in *Rassegna Tributaria*, 2012, p. 169 e ss. L'Autore è convinto che “la nuova frontiera della distinzione qualitativa fra le ricchezze passi da un loro diverso inquadramento. Se, fino ad oggi, sono state raggruppate sulla base delle loro fonti e a queste gli ordinamenti hanno guardato per selezionare e discriminare, favorendo, almeno apparentemente, quelle derivanti dal puro lavoro, i nuovi scenari dell'economia impongono di differenziarle in altro modo: l'operazione di scambio come atto giuridicamente rilevante, giacché normalmente indirizzato alla speculazione e finalizzato ad un accrescimento rovesciato degli averi, deve diventare il nuovo elemento su cui fondare quella forma di discriminazione”. Così GIOVANNINI A., *Capacità contributiva e imposizione patrimoniale: discriminazione qualitativa e limite quantitativo*, in *Rassegna Tributaria*, n. 5/2012, pp. 1131 e ss.

neppure che a ciò si frapponga una reazione del diritto tesa a mitigare questa "perversione" con lo strumento fiscale".

In tale prospettiva, l'imposta sulle transazioni finanziarie consentirebbe almeno di ridurre le conseguenze del rovesciamento redistributivo delle ricchezze. Proprio perché il settore finanziario esprime una forza economica intrinseca che manifesta una capacità contributiva maggiore rispetto a quella meramente reddituale, l'imposta può essere ricondotta a principi di uguaglianza sostanziale, capacità contributiva, solidarietà e giustizia sociale e fiscale<sup>282</sup>.

L'uguaglianza sostanziale alla quale deve mirare l'introduzione della nuova imposta si realizza, però, solo se all'ampliamento della base imponibile si affianca una corrispondente riduzione dell'imposizione sui redditi da lavoro. Ne consegue l'esigenza di addivenire al più presto ad un diverso assetto complessivo dell'ordinamento fiscale, coerente con la struttura del nuovo tributo. In tal senso, è necessario mitigare l'eventualità che i soggetti passivi della nuova imposta possano trasferire l'onere economico della stessa sulla clientela, e al contempo bisognerà pensare ad una riqualificazione dei poteri accertativi, tale da rafforzare il sistema rispetto a fenomeni evasivi ed elusivi.

L'introduzione di un tributo proprio, infine, risulterebbe fondamentale nel percorso europeo verso una *governance* unica anche a livello economico che necessita dell'attribuzione "di una potestà normativa di imposizione legittimata dal voto del Parlamento europeo che le consenta di svolgere proprie politiche allocative, stabilizzatrici e redistributive". Si condivide, in conclusione, l'opinione secondo la quale il principio

---

<sup>282</sup> Per approfondimenti, in particolare, sul tema della giustizia fiscale si veda FALSITTA G., *Natura e funzione dell'imposta, con special riguardo al fondamento della sua "indisponibilità"*, in ID, *Giustizia tributaria e tirannia fiscale*, Milano, 2008, pp. 80 e ss. Secondo l'Autore il "diritto alla giustizia fiscale è un diritto fondamentale o, secondo l'aggettivazione dell'art. 2 [della Costituzione], una posizione soggettiva inviolabile. Esso sta a sé ed è tutelato come valore in sé". Per una critica che lo stesso Autore compie sullo svuotamento dei principi sottesi a quel diritto ad opera della Corte costituzionale si veda FALSITTA G., *I principi di capacità contributiva e di eguaglianza tributaria nel diritto comunitario e nel diritto italiano tra "ragioni del fisco" e diritti fondamentali della persona*, in Riv. dir. trib., 2011, I, pp. 519 e ss.

democratico del *no taxation without representation* deve valere anche al contrario: *no representation without taxation*<sup>283</sup>, sebbene, anche a livello europeo l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie non possa ritenersi una soluzione efficace contro la crisi in assenza di una riforma sostanziale delle forme di regolamentazione dei mercati, "all'insegna di una loro maggiore standardizzazione e centralizzazione".<sup>284</sup>

---

<sup>283</sup> Così MARTINELLI A., *Mal di Nazione. Contro la deriva populista*, Milano, 2013. Dello stesso parere anche PADOA SCHIOPPA A., *Improving effectiveness of the Institutions*, in *Institutional Reforms in the European Union*, Memorandum for the Convention, Rome, 2002, pp. 105-130.

<sup>284</sup> Cfr. GALLO F.,  *Mercati finanziari e fiscalità*, op. cit., 2013.

## BIBLIOGRAFIA

- ABBAMONTE, G., *Corso di diritto finanziario*, Napoli, 1969;
- AMATUCCI F., *Il principio di non discriminazione fiscale*, Padova, 1998;
- AMATUCCI F., *Le fondamenta costituzionali dell'imposizione ambientale*, Napoli, 1993;
- AMATUCCI, A., *L'ordinamento giuridico della finanza pubblica*, Napoli, 2007;
- AMENDOLA V.-PROVENZANO, GALLI G., *I soggetti responsabili del versamento dell'imposta sulle transazioni finanziarie: profili operativi per le banche italiane ed estere*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 31-48;
- BASILAVECCHIA M., *L'evoluzione della politica fiscale dell'Unione europea*, in *Riv. dir. trib.*, 2009, I, p. 361 e ss.;
- BELKAÏD A., *Le G20 face à la crise*, in *Le monde diplomatique*, 25 giugno 2010;
- BORIA P., *Diritto tributario europeo*, Milano, 2010;
- BORIA P., *L'anti-sovrano. Potere tributario e sovranità nell'ordinamento tributario*, Torino, 2004;
- BRONDOLO J.D., *Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility*, in International Monetary Fund, IMF Working Paper, 2011;
- CAMPBELL, J. Y., FROOT, K. A., *International Experiences with Securities Transaction Taxes*, in FRANKEL, J. A. (ed.), *The Internationalization of Equity Markets*, Chicago – London, 1994, pp. 277-308;
- CANNON P., *Tolley's Stamp Duties And Stamp Reserve Tax 2001-02*, London, 2001;
- CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011;

CARLUCCI A., MIELE L., POSA S., *Esenzioni ed esclusioni in materia di imposta sulle transazioni finanziarie*, in Corr. Trib. n. 15/2013, p. 1153.

CASADO OLLERO, G., *Función Extrafiscal del Impuesto: la noción de capacidad contributiva como esencial al impuesto*, in Serie de Conferencias sobre Derecho Tributario, Buenos Aires, Asociación Argentina de Estudios Fiscales, 1994;

CIPOLLINA S., *I confini giuridici del tempo presente. Il caso del diritto fiscale*, Milano, 2003;

CORASANITI G., *L'imposta sulle transazioni finanziarie nella normativa italiana*, in Strumenti finanziari e fiscalità, n. 12/2013, pp. 15-30;

CORTI L., *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari. Profili giuridici, economici e finanziari*, RIOLO F. (a cura di), Roma, 1993;

DE MITA E., *L'armonizzazione delle imposte dirette*, in Riv. dir. trib., 1, 1991, p. 54 e ss.;

DEL BENE F., *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009;

DI STEFANO M., *Origini e funzioni del soft law in diritto internazionale*, in Lavoro e diritto, 2003, pp.17-35;

DORNBUSH R., *Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital Account Regimes*, in *Report to the Group of Twenty-Four*, Settembre 1995, UNCTAD, Ginevra.

EICHENGREEN B. – WYPLOSZ C., *Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of International Monetary System*, in *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAUL E I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996;

FALSITTA G., *I principi di capacità contributiva e di eguaglianza tributaria nel diritto comunitario e nel diritto italiano tra “ragioni del fisco” e diritti fondamentali della persona*, in Riv. dir. trib., 2011, I, pp. 519 e ss.

FALSITTA G., *Manuale di diritto tributario parte generale*, Torino, 2009;

FALSITTA G., *Natura e funzione dell'imposta, con special riguardo al fondamento della sua “indisponibilità”*, in ID., *Giustizia tributaria e tirannia fiscale*, Milano, 2008, pp. 41 e ss.

FANTOZZI A., *Il sistema tributario italiano verso il mercato unico europeo*, in *Rass. trib.*, 1988, p. 551 ss.;

FEDERICI G.,  *Mercati non regolamentati: i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici*, in AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008;

FELIX D., *Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for The Tobin Tax*, in *Discussion paper n. 108*, UNCTAD, Ginevra, 1995;

FELIX D., SAU R., *On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax*, in *The Tobin Tax - Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAUL E I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996;

FERRARESE M.R., *Soft Law: funzioni e definizioni*, in AA. VV. (a cura di A. SOMMA), *Soft Law e hard law nelle società postmoderne*, Torino, 2009;

FICHERA F., *Imposizione ed extrafiscalità nel sistema costituzionale*, Napoli, 1972;

FICHERA F., *Fiscalità ed Extrafiscalità nella Costituzione. Una rivisitazione dei lavori preparatori*, in Riv.Dir.Fin.Sc.Fin., 1997, I, pp. 486-534;

FICHERA F., *Le Agevolazioni Fiscali*, Padova, 1992;

- FORTE F., *Il sistema tributario e la politica fiscale italiana*, Torino, 1965;
- FRANKEL J., *How Well Do Markets Work: Might A Tobin Tax Help?*, in *The Tobin Tax - Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAUL E I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996;
- FRANSONI G., *Spunti di riflessione in tema di presupposti delle imposte sulle transazioni finanziarie*, in *Rass. Trib.* 6/2013, p. 1257 e ss;
- FRANSONI G., *Le imposte sulle transazioni finanziarie, Editoriale*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, p. 7 – 11;
- FREGNI M. C., *Problemi e prospettive dell'Unione fiscale Europea*, in *Rass. Trib.*, n. 5/2013, p. 1061- 1085;
- FRIEDMAN M., *The case for flexible exchange rates*, in *Essays of positive Economics*, Chicago, Chicago University Press, 1953;
- GAJA, *La cooperazione rafforzata*, in *Il trattato di Amsterdam*, Milano, 1999;
- GALLI C., *Disciplina ancora incompleta per la financial transaction tax*, in *Corr. Trib.* n. 16/2013, pp. 1258 e ss.;
- GALLO F., MARCHETTI F., *La tassazione ambientale*, in *Rass. Trib.*, 1999, p. 115 e ss.;
- GALLO F., *Giustizia sociale e giustizia fiscale nella prospettiva dell'unificazione europea*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, 1, 2014, pp. 1 – 27;
- GALLO F.,  *Mercati finanziari e fiscalità*, in *Rass. Trib.*, n. 1/2013, p. 21 e ss;
- GARBARINO C., *Imposizione diretta e imprese multinazionali nella Comunità europea*, in *Le Società*, 1991, 1182 ss.;
- GARBER P. M., TAYLOR M., *Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical Note*, in *The Economic Journal*, 105, gennaio 1995, pp. 173-180;

GIANNINI A. D., *Istituzioni di diritto tributario*, Milano, 1974;

GIANNINI A.D., *I concetti fondamentali del diritto tributario*, Torino, 1951;

GIOVANNINI A., *Imposta ordinaria sul patrimonio e imposta sulle transazioni: un appunto*, in *Rassegna Tributaria*, 2012, p. 169 e ss;

GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010;

GRIBNAU H., *Per una maggiore legittimazione della Soft Law nel diritto tributario dell'Unione europea*, in AA.VV. (a cura di A. Di Pietro), *Per una costituzione fiscale europea*, Padova, 2008, pp. 153- 184;

GRIFFITH JONES S., *Institutional Arrangements for a Tax on International Currency Transactions*, in Haq e altri, 1996, pp. 143-161;

GRIFFITH-JONES S., PERSAUD A, *Financial Transaction Tax*, 2012;

GRIZIOTTI B., *I principi delle entrate extra-fiscali*, in *Riv.Dir.Fin.Sc.Fin.*, 1951;

HABERMEIER C. F., KIRILENKO A., *Securities Transaction Taxes and Financial Markets*, in International Monetary Fund, IMF Working Papers 01/51, 2001;

HALEVI J., *Interrogativi sulla Tobin Tax*, in *Il granello di sabbia- I pro e i contro della Tobin Tax*, a cura di BELLOFIORE R.- BRANCACCIO E., Milano, 2002, pp. 95-100;

HAQ M., KAUL I. E GRUNBERG, I., *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, New York, Oxford University Press, 1996;

HELLERSTEIN W., *Riflessioni sulla Tobin Tax*, in *Fiscalia*, 2002, n.3, pp. 55-58;

HOLTHAM G., *Managing the exchange rate system*, in MICHIE J. e GRIEVE SMITH J., *Managing the Global Economy*, Oxford, Oxford University Press, 1995, pp. 244-245;



KEEN M., KRELOVE R., NORREGAARD J., *The Financial Activities Tax*, in International Monetary Fund, IMF Working Paper, Washington, 2010;

KENEN P.B., *Capital controls, the EMS end the EMU*, *Economic Journal*, 105, gennaio 1995, pp. 181-192;

KENEN P.B., *The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions*, in *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, a cura di UL HAQ M., KAUL I. E GRUNBERG I., New York, Oxford University Press, 1996;

KEYNES J.M., *Autosufficienza nazionale*, in *Collected Writings*, Vol. 11, 1933;

KEYNES J.M., *The general Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936. trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, a cura di A. CAMPOLONGO, Torino, 1971;

LA ROSA S., (voce) *Esclusioni tributarie*, in *Enc. giur. Treccani*, XIII, Roma, 1989;

LA ROSA S., *Principi di Diritto Tributario*, Torino, 2009;

LAEVEN L.-VALENCIA F., *Systemic Banking Crises Database*, in *IMF Economic Review*, 61, 2013, pp. 225-270;

LAGO MONTERÒ J.M., *El Poder Tributario de las Comunidades Autònomas*, Pamplona, 2000;

LENOTTI M., *Tobin Tax: gli aspetti internazionali*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, n. 4/2013, p. 5 e ss;

LICCARDO G., *Il concetto di imposizione tributaria*, Napoli, 1967;

MAISTO G., *Brevi riflessioni sulla evoluzione del concetto di “genuine link” ai fini della territorialità dell'imposizione tributaria tra diritto internazionale generale e diritto dell'Unione europea*, in *Riv. dir. trib.*, n. 10/2013, p. 889 ss.;

MARCHETTI F., RASI F., *Applicazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie da parte delle società fiduciarie*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 49-61;

MARTINELLI A., *Mal di Nazione. Contro la deriva populista*, Milano, 2013;

MATHESON T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper, 2011, pp. 1-48.;

MELI M., *Le origini del principio "chi inquina paga" e il suo accoglimento da parte della Comunità Europea*, in *Riv. Giur. Ambiente*, 1989, p. 218.;

MELI M., *Il principio "chi inquina paga" nel codice dell'ambiente*, in *Danno e responsabilità*, 8-9, 2009, pp. 811 ss.;

MELIS G., *Il trasferimento della residenza fiscale nell'imposizione sui redditi – profili critici e ipotesi ricostruttive*, Roma, 2008;

MELIS G., PERSIANI A., *Trattato di Lisbona e sistemi Fiscali*, in *Dir. e Prat. Trib.*, n. 2/2013, p. 1-267;

MENONCIN F., *Il lato oscuro della Tobin Tax*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 9/2012, pp. 11-19;

MENONCIN F., *Le implicazioni economiche dell'ITF*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 83-87;

MICHALOS A.C., *Un'imposta giusta: la Tobin tax*, Torino, 1999;

MIGNARRI E., *L'imposta sulle transazioni finanziarie dopo le modifiche e le integrazioni del correttivo*, in *Il Fisco*, n. 37/2013, p. 2-5787 e ss.;

MOLINARO G., *Approvato il modello FTT per la dichiarazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie*, in *Corriere Tributario*, n. 4/2014, p. 320 e ss;

MOLINARO G., *L'Unione Europea propone l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie*, in *Corriere Tributario*, n. 42/2011, p. 3457 e ss.;

MOLINARO G., LUPI R., *Ipotesi di imposizione sulle "transazioni finanziarie" e nuove forme di visibilità della ricchezza*, in *Dialoghi Tributari*, n. 3/2011;

NIER E. W., *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. IMF Working Paper 09/70, Washington, 2009, pp. 1-64;

PADOA SCHIOPPA A., *Improving effectiveness of the Institutions*, in *Institutional Reforms in the European Union*, Memorandum for the Convention, Rome, 2002, pp. 105-130;

PARISOTTO R., *La direttiva UE sulla Tobin Tax*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 75-82;

PELLECCHIA M., *Imposta sulle transazioni finanziarie criticità del presupposto territoriale*, in *Il Fisco*, n. 30/2014, pp. 2989 e ss.;

PEROTTI E. –SUAREZ J., *Liquidity Risk Charges as a Macroprudential Tool*, CEPR Policy Insight N.40, 2009;

PIAZZA M., *Nella Tobin Tax un criterio per individuare i mercati regolamentati*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, n. 11/2013;

PUGLIESE M., *La finanza e i suoi compiti extra fiscali negli stati moderni*, Padova, 1932;

RANELLETTI O., *Diritto finanziario*, Milano, 1928;

RICHARD S., *La taxe européenne sur les transactions financières: Du principe à la mise en oeuvre*, Fondation Robert Schuman Policy Paper, *Question d'Europe*, n. 269, 2013, pp.1-5;

RIVELLINI F., *Aspetti giuridici delle opzioni finanziarie e delle opzioni su tassi d'interesse*, in *Diritto & diritti*, 2004;

ROSSOLILLO G., *Cooperazione rafforzata e Unione economica e monetaria: modelli di flessibilità a confronto*, in *Riv. Dir. Int.*, 2/2014, pp. 325 e ss;

SACCHETTO C., *Armonizzazione fiscale nella Comunità Europea*, in *Enc. giur. Treccani*, II, Roma, 1988;

SACCHETTO C., *L'evoluzione del diritto comunitario in materia tributaria*, in *AA.VV., I Settanta anni di Diritto e pratica tributaria*, Padova, 2000, p. 801 e ss.;

SACCHETTO C., *La trasformazione della sovranità tributaria: i rapporti fra ordinamenti e le fonti del diritto tributario*, in *AA.VV. (a cura di C. SACCHETTO), Principi di diritto tributario europeo e internazionale*, Torino, 2011, p. 3 e ss.;

SANTAMARIA B., *Diritto tributario. Parte speciale. Fiscalità nazionale e internazionale*, Milano, 2009;

SCALVINI G., *Le fattispecie di esclusione e di esenzione*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 12/2013, pp. 63-74;

SCHMIDT R., *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, Ottawa, 2007, North-South Institute.

SCHULMEISTER S., *A general financial transaction tax: a Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal*, Vienna, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2009;

SCHULMEISTER S., *Implementation of a General Financial Transactions Tax*, Studio commissionato dalla Federal Chamber of Labour, Vienna, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2011;

SCHULMEISTER S., SCHRATZENSTALLER M., PICEK O., *A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects*, Vienna, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), 2008;

SELICATO P., *La tassazione ambientale: nuovi indici di ricchezza, razionalità del prelievo e principi dell'ordinamento comunitario*, in Riv. Dir. Trib. Int., 2004, n. 2-3, p. 257 e ss.;

SEPE M., *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della Direttiva MiFID*, in DE POLI M., a cura di, *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, pp. 113-158.

SHAVIRO D., *The Financial Transaction Tax versus (?) the Financial Activities Tax*, *New York University Law and Economic Working Papers*, Paper 292, 2012, pp. 1-34. Disponibile all'indirizzo: [http://lsr.nellco.org/nyu\\_lewp/292/](http://lsr.nellco.org/nyu_lewp/292/);

SHILLER R. J., *Investor Behaviour in The October Stock Market Crash, survey evidence* in *NBER working paper* n° 2446, 1987

SINCLAIR P. J. N., *The Economics of Imitation*, in *Scottish Journal of Political Economy*, vol.37, maggio, 1990, pp.113-114;

SPAHN P. B., *International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options*, in *IMF Working Paper*, WP/95/60, giugno 1995;

SPAHN P.B., *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, in *Finance & Development*, giugno 1996;

STOCKMAN A. C., *The Equilibrium Approach to Exchange Rates*, in *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, 1987, pp. 12-31;

TESAURO F., *Profili della fiscalità comunitaria*, in *Boll. trib.*, 1988, p. 1751 ss.;

TOBIN J. , *The ET Interview: Professor James Tobin*, in *Econometric Theory*, ROBERT J. SHILLER - in Cowles Foundation Paper N°. 1000 - Cowles Foundation for research in Economics Yale University – 1999, Cambridge University Press , pp. 867-900;

TOBIN J., *A Currency Transaction Tax: why and How*, in *Open Economies Review*, 1996, pp. 63-69;

TOBIN J., *A Proposal for International Monetary Reform*, in *Eastern Economic Journal*, Vol. n. 4, luglio-ottobre, 1978, pp. 153-159

TOBIN J., *Abusano del mio nome*, intervista a DER SPIEGEL, 2 settembre 2001, disponibile sul sito <http://documentazione.altervista.org/tobin.htm>;

TOBIN J., *Prologue*, in *The Tobin Tax - Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ, I. KAUL E I. GRUNBERG, New York, Oxford University Press, 1996, pp. ix-xviii;

TOBIN J., *The New Economics One Decade Older, The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Shumpeter*, 1972, Princeton, Princeton University Press;

TOBIN J., *Why We Need Sand in the Market's Gears*, in *Washington Post*, 21 dicembre 1997.

UMLAUF STEVEN R., *Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 33, 1993, pp. 227-240.

VALENTE P., *La Financial Transaction Tax nel dibattito comunitario*, in *Rivista della Guardia di Finanza*, n. 3/2012, pp. 407 e ss.

VASSALLI F., *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Studi giuridici*, Milano, vol. II, 1960, p. 143 ss.

VERRIGNI C. , *La rilevanza del principio comunitario del “chi inquina paga” nei tributi ambientali*, in *Rass. Trib.*, 5, 2003, p. 1614 e ss.;

VISCO I., *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Lezione inaugurale dell'Anno Accademico 2008-2009 del Master di II livello in Economia Pubblica, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Roma “La Sapienza”, 4 marzo 2009;

WALKER M., *Global taxation: paying for peace*, *World Policy Journal*, vol.10, n. 2, autunno 1993, pp. 7-12.

## DOCUMENTI UFFICIALI E PRASSI

### **Agenzia delle Entrate:**

- ❖ Provvedimento direttoriale del 1° marzo 2013 (Prot. 2013/26948);
- ❖ Provvedimento direttoriale del 29 marzo 2013 (Prot. 2013/40010);
- ❖ Provvedimento direttoriale del 18 luglio (Prot. 2013/87896);
- ❖ Risoluzione dell' Agenzia delle Entrate n. 62/E del 4 ottobre 2013;

### **Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE):**

- ❖ *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*, in Gazzetta Ufficiale n. C 181 del 21 giugno 2012, pp. 0055-0063.

### **Commissione Europea:**

- ❖ *Innovative Financing at a Global Level*, Staff Working Document, SEC(2010)409 final, 1 Aprile 2010, pp. 1-59.
- ❖ *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.
- ❖ *Financial Sector Taxation*, Staff Working Document, SEC(2010)1166, 7 ottobre 2010, pp. 1-42.
- ❖ *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;
- ❖ *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
- ❖ *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.

- ❖ *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.
- ❖ *The “Residence Principle” and the Territoriality of the Tax*, Technical Fiche, 2011, pp. 1-4.
- ❖ *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.
- ❖ *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):**

- ❖ *3153 Sessione del Consiglio Economia e Finanza [comunicato stampa]*, 13 marzo 2012, Bruxelles, p. 6.

**Consiglio Europeo:**

- ❖ *Conclusioni del Consiglio Europeo*, Bruxelles, 10-11 dicembre 2009, pp. 1-19.
- ❖ *Conclusioni della Presidenza*, Bruxelles, 29-30 ottobre 2009, pp. 1-24.
- ❖ *Conclusions of the European Council*, Bruxelles, 2010.

**Consob:**

- ❖ *Delibera del 13 marzo 2013*, n. 18494;

**Corte di Giustizia Europea:**

- ❖ sentenza 1° ottobre 2009, causa C-569/07, *HSBC Holdings v. Vidacos Nominees*;
- ❖ sentenza 16 aprile 2013, cause riunite C-274/11 e C-295/11, *Regno di Spagna e Repubblica Italiana v. Consiglio dell'Unione europea*;
- ❖ sentenza 30 aprile 2014, causa C-209/2013, *Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord v. Consiglio dell'Unione Europea*.

#### **G20:**

- ❖ *G20 Leaders Statement: the Pittsburgh Summit*, Pittsburgh, 24-25 settembre 2009. Disponibile all'indirizzo: [http://www.g20ys.org/upload/files/Pittsburgh\\_0.pdf](http://www.g20ys.org/upload/files/Pittsburgh_0.pdf).
- ❖ *G20, The G20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 giugno 2010. Disponibile all'indirizzo: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>

#### **International Monetary Fund:**

- ❖ *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector*. Final Report to the G20, giugno, pp. 1-74.
- ❖ *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G20*, A cura di S. CLAESSENS, M. KEEN, C. PAZARBASIOGLU, Washington: International Monetary Fund, pp. iii-191.

#### **Ministero dell'Economia e delle finanze ("MEF")**

- ❖ Decreto del 21 febbraio 2013, pubblicato in G.U. n. 50 del 28 febbraio 2013;
- ❖ Decreto del 18 marzo 2013 pubblicato in G.U. n. 73 del 27 marzo 2013.
- ❖ Decreto del 16 settembre 2013 pubblicato in G.U. n. 221 del 20 settembre 2013;
- ❖ Risposte a quesiti, 8 agosto 2013 e 26 agosto 2013, in *Banca Dati BIG Suite*, IPSOA.

#### **Parlamento Europeo:**

- ❖ *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>
- ❖ *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-2011-080&language=IT&ring=A7-2011-0036>
- ❖ 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> ;
- ❖ *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>;
- ❖ *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-2012-217&language=IT&ring=A7-2012-0154>

#### **Senato francese:**

- ❖ *La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en oeuvre*, Rapport d'information n. 259 (2012-2013) de Mme Fabienne Keller (sénateur) fait au nom de la Commission des affaires européennes, 21 décembre 2012, pp. 22-23. Disponibile all'indirizzo: [http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-259\\_mono.html](http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-259_mono.html).