



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 28.9.2011  
SEC(2011) 1103 definitivo

**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**

{COM(2011) 594 definitivo}

{SEC(2011) 1102 definitivo}

## **Sintesi della relazione sulla valutazione dell'impatto degli "Strumenti per la tassazione del settore finanziario"**

### **1. INTRODUZIONE**

Nella sua comunicazione "Tassazione del settore finanziario", del 7 ottobre 2010, la Commissione ha annunciato il varo di una valutazione d'impatto (VI) per esaminare più nel dettaglio le opzioni di tassazione del settore finanziario e poter avanzare la proposta di direttiva più opportuna. Questa VI analizza quindi diversi regimi fiscali e indica la struttura adeguata per un'imposta sulle transazioni finanziarie nonché il suo possibile impatto.

### **2. QUESTIONI PROCEDURALI E CONSULTAZIONE DELLE PARTI INTERESSATE**

Come previsto dalle linee direttrici per le valutazioni d'impatto, la presente VI si basa sulla consultazione di tutte le parti interessate, nonché sui risultati di appositi studi esterni.

### **3. CARATTERIZZAZIONE DEL PROBLEMA GENERALE E SUSSIDIARIETÀ**

#### **3.1. Caratterizzazione del problema generale**

##### *Costi della crisi*

In occasione di dibattiti pubblici è opinione comune che il settore finanziario debba dare un giusto contributo ai costi della crisi finanziaria. A titolo individuale gli Stati membri si sono impegnati a sostenere il settore finanziario per un ammontare complessivo di circa 4 600 miliardi di EUR (39% del PIL dell'UE-27 nel 2009). La situazione delle finanze pubbliche si è quindi aggravata conducendo a una dinamica insostenibile per i bilanci nazionali, che impone un onere gravoso sulle generazioni attuali e future.

##### *Esenzione dei servizi finanziari dal pagamento dell'IVA*

L'articolo 135, paragrafo 1, della direttiva sull'IVA esenta la maggior parte dei servizi finanziari e assicurativi dal pagamento dell'IVA. L'analisi indica che l'esenzione dell'IVA genera un vantaggio fiscale per il settore finanziario pari a circa lo 0,15% del PIL. Ne derivano quindi un trattamento privilegiato del settore finanziario rispetto agli altri settori dell'economia e distorsioni dei prezzi.

##### *Inefficienza dei mercati e rischi sistemici nel settore finanziario*

La crisi è il prodotto della complessa interazione delle inefficienze dei mercati, degli squilibri finanziari e monetari globali, della regolamentazione inadeguata, della supervisione insufficiente e della scarsa vigilanza macroprudenziale. In alcuni ambiti si suggerisce che le imposte potrebbero essere utilizzate come strumenti di regolamentazione per affrontare problemi quali le garanzie implicite o esplicite, la negoziazione automatica (e più in generale la ricerca di rendimenti a breve termine), il diverso trattamento fiscale del capitale proprio e del debito, i pacchetti retributivi eccessivi che incentivano l'assunzione di rischi, gli ingenti quantitativi di derivati complessi, e l'esistenza di rendite economiche, la cui conseguenza principale è il premio sulle retribuzioni del settore.

## Aspetti del mercato interno

Sulla scia della crisi finanziaria gli Stati membri hanno reagito imponendo vari prelievi e tasse al settore finanziario. Questo tipo di azioni unilaterali può provocare la delocalizzazione della concorrenza nel mercato unico e rende necessari interventi condivisi. Il coordinamento consente inoltre di evitare il rischio di doppia imposizione.

### 3.2. Diritto all'azione e sussidiarietà dell'UE

Il diritto dell'UE di agire in materia di tassazione del settore finanziario si basa sugli articoli 113 e 115 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). La motivazione principale dell'azione dell'UE è che il funzionamento del mercato interno sarebbe compromesso dagli interventi unilaterali degli Stati membri in ambito fiscale. Almeno 12 Stati membri hanno introdotto prelievi bancari sugli enti finanziari o stanno valutando la possibilità di introdurli. La mancanza di coordinamento tra i sistemi di tassazione del settore finanziario comporta una frammentazione del mercato finanziario dell'UE, distorce la concorrenza e accresce i rischi di delocalizzazione delle attività finanziarie sia all'interno sia all'esterno dell'UE, oltre ad aumentare il rischio che il settore finanziario sia esposto a doppia imposizione, che a sua volta ostacola l'esercizio delle libertà fondamentali sancite dal TFUE.

Bisogna quindi concluderne che un'azione dell'UE rispetta il principio di sussidiarietà, poiché gli obiettivi strategici non possono essere adeguatamente raggiunti dagli Stati membri e possono essere conseguiti in modo più efficace a livello dell'Unione.

## 4. OBIETTIVI

Si possono definire i seguenti obiettivi generali:

- raccogliere introiti e assicurare un adeguato contributo del settore finanziario al gettito fiscale;
- limitare i comportamenti di mercato indesiderati, stabilizzando i mercati;
- assicurare il funzionamento del mercato interno (evitando la doppia imposizione e le distorsioni della concorrenza).

Problemi generali	Problemi specifici	Obiettivi generali	Obiettivi specifici
Costi della crisi (problemi di consolidamento di bilancio)  Vantaggio fiscale per il settore finanziario	Il considerevole sostegno da parte delle finanze pubbliche e altri effetti della crisi finanziaria sulle casse degli Stati hanno determinato l'esigenza di consolidare i bilanci  Esenzione dei servizi finanziari dal pagamento dell'IVA	Raccogliere introiti  Assicurare un contributo adeguato (giusto e cospicuo) del settore finanziario	(1) Individuare nuove fonti di gettito
			(2) Recuperare i costi della recente crisi finanziaria
			(3) Coprire i costi pubblici di potenziali crisi finanziarie future
			(4) Compensare l'esenzione dei servizi finanziari dal pagamento dell'IVA

Inefficienza dei mercati e rischi sistemici nel settore finanziario	(1) Comportamenti di mercato indesiderati a causa delle garanzie implicite (rischio morale)	Limitare i comportamenti di mercato indesiderati, stabilizzando i mercati	Ridurre gli incentivi per l'assunzione di rischi eccessivi
	(2) Negoziazione automatica non adeguatamente gestita e vigilata		Affrontare i rischi specifici posti dalla negoziazione automatica
	(3) Distorsioni nel trattamento di debito e capitale proprio: leva finanziaria		Ridurre la leva finanziaria – rapporto debito/capitale proprio
	(4) Pacchetti retributivi eccessivi per i dirigenti che incentivano l'assunzione di rischi		
	(5) Prodotti complessi e rischio di controparte	Assicurare il funzionamento del mercato interno con il coordinamento delle misure da introdurre	Evitare le distorsioni nell'UE, assicurare l'efficienza delle misure e salvaguardare il relativo posizionamento competitivo nell'UE
	(6) Rendite economiche		Evitare la doppia imposizione

## 5. OPZIONI STRATEGICHE

Le opzioni strategiche analizzate nella VI (imposta sulle transazioni finanziarie, ITF, e imposta sulle attività finanziarie, IAF) vengono valutate rispetto allo scenario di base.

Lo scenario di base è lo scenario senza nuove imposte ed è caratterizzato dall'esenzione del settore dal pagamento dell'IVA, che emerge come differenza principale tra il settore finanziario e altri settori dell'economia in termini di trattamento fiscale, inoltre dagli alti livelli delle retribuzioni dei dirigenti del settore finanziario, dai recenti interventi unilaterali degli Stati membri per introdurre prelievi bancari, nonché un insieme di imposte nazionali sul settore finanziario o sulle transazioni finanziarie, dal rischio di doppia imposizione, e da molte recenti iniziative di regolamentazione del settore.

Questo scenario di base tiene anche conto di alcune misure regolamentari per il settore finanziario attualmente in fase di proposta, che perseguono a loro volta alcuni degli obiettivi sopra illustrati. In particolare, la VI presume che vengano adottate queste misure regolamentari mirate a ridurre il rischio individuale nonché sistemico nel settore finanziario tramite un incremento della capitalizzazione e dei cuscinetti di capitale, sia per gli enti finanziari che per il sistema finanziario nel suo complesso. Sono state scartate altre opzioni strategiche quali una regolamentazione più approfondita, l'abrogazione dell'esenzione dal pagamento dell'IVA o la risoluzione del diverso trattamento fiscale del capitale proprio e di debito tramite la modifica dei regimi d'imposta sulle società, poiché non affrontano un numero sufficiente dei problemi individuati.

## **6. CONFRONTO TRA LE OPZIONI STRATEGICHE**

### **6.1. Raccogliere introiti e assicurare un adeguato contributo del settore finanziario al gettito fiscale**

#### *Individuare nuove fonti di gettito*

Entrambi gli strumenti fiscali – ITF e IAF – potrebbero costituire nuove fonti di gettito, poiché sono in grado di generare notevoli entrate fiscali a vantaggio dei bilanci pubblici. L'effettivo potenziale di gettito è però alquanto incerto, date le numerose variabili e ipotesi ignote utilizzate nelle stime.

Per l'IAF, il gettito a un'aliquota teorica del 5% si attesta tra 9,3 e 30,3 miliardi di EUR in base alle ipotesi relative alla struttura dell'imposta e alla delocalizzazione.

L'ITF offre un maggior potenziale di gettito, stimato tra 16,4 e 400 miliardi di EUR in base alle ipotesi relative al calo dei volumi, ai prodotti rientranti nel campo di applicazione e alle aliquote (0,01% per la prima stima, 0,1% per la seconda). L'ipotesi della delocalizzazione riguarda la migrazione delle transazioni e la riduzione del volume di attività, soprattutto per le transazioni ad alta frequenza di negoziazione.

#### *Recuperare i costi della recente crisi finanziaria*

Imporre nuove tasse al settore finanziario aiuterebbe le casse pubbliche a recuperare i costi della recente crisi, se si sostiene che l'intero settore abbia indirettamente beneficiato degli aiuti erogati a determinati enti finanziari. Inoltre, il cosiddetto principio "chi inquina paga" giustifica la richiesta di un ulteriore contributo del settore finanziario al bilancio pubblico per coprire i costi di future crisi che vadano oltre i meccanismi di risoluzione.

### **6.2. Compensare l'esenzione dei servizi finanziari dal pagamento dell'IVA**

Anche se l'IAF calcolata secondo il metodo "additivo" affronterebbe in parte la questione dell'esenzione del settore finanziario dal pagamento dell'IVA, la VI giunge alla conclusione che idealmente il problema dovrebbe essere risolto nel contesto del libro verde sull'IVA.

### **6.3. Correggere i comportamenti di mercato indesiderati, stabilizzando i mercati finanziari**

#### *Ridurre gli incentivi per l'assunzione di rischi eccessivi*

Per affrontare la questione dell'assunzione di rischi eccessivi sarebbe più opportuno utilizzare le misure regolamentari maggiormente legate alle fonti di rischio sistemico.

Tuttavia, l'ITF può essere uno strumento appropriato per limitare l'assunzione di rischi eccessivi laddove le negoziazioni di breve termine e la contrattazione di derivati con alta leva creano rischi sistemici. L'IAF sarebbe solo una misura indiretta per affrontare la questione.

#### *Affrontare i rischi specifici posti dalla negoziazione automatica*

L'ITF, che di fatto aumenta i costi delle transazioni sui mercati finanziari, potrebbe essere utilizzata come misura per limitare la negoziazione automatica, in particolare le transazioni ad alta frequenza. L'incremento dei costi delle transazioni potrebbe avere un impatto

particolarmente incisivo su alcuni segmenti di mercato caratterizzati da differenziali molto ristretti.

L'IAF non ha conseguenze dirette sul comportamento della negoziazione nei mercati finanziari.

#### *Ridurre la leva finanziaria – rapporto debito/capitale proprio*

Né l'ITF né l'IAF possono concorrere a risolvere la questione delle distorsioni delle decisioni di finanziamento e quella degli incentivi che spingono a fare eccessive leve dovute al diverso trattamento del capitale proprio e di debito negli attuali regimi d'imposta sulle società. A questo fine è più opportuno ricorrere a misure regolamentari.

#### *Tassazione delle rendite economiche – Introdurre misure di tassazione del valore aggiunto nel settore finanziario?*

L'ITF avrebbe scarso merito come tassa sulle rendite economiche. L'IAF può essere concepita appositamente per tassare le rendite economiche, ma la sua efficacia dipenderebbe dall'applicabilità del concetto di rendimenti normali alla base imponibile.

### **6.4. Assicurare il funzionamento del mercato interno**

Per assicurare il funzionamento del mercato interno e minimizzare le distorsioni economiche nell'UE, idealmente entrambi gli strumenti fiscali dovrebbero prevedere un alto grado di armonizzazione delle basi imponibili e delle aliquote d'imposta. Più in particolare, sia l'ITF che l'IAF dovrebbero essere introdotte in modo armonizzato per evitare la doppia imposizione o la non imposizione.

### **6.5. Effetti cumulativi**

Benché l'effetto cumulativo dell'imposta e delle modifiche regolamentari sia più facilmente misurabile per l'IAF rispetto all'ITF, è probabile che l'impatto di entrambe le imposte sulla maggior parte delle variabili economiche (costo del credito, variabili macroeconomiche ed effetti sul settore) si aggiunga agli effetti delle misure regolamentari attualmente in fase di proposta.

### **6.6. Sintesi e osservazioni conclusive**

L'analisi ha dimostrato che entrambi gli strumenti – ITF e IAF – sono tecnicamente realizzabili, ma la scelta di uno rispetto all'altro è essenzialmente un compromesso tra i diversi obiettivi perseguiti e dipende altresì dalle caratteristiche specifiche di strutturazione della tassa.

Entrambe le imposte sembrano in grado di generare un gettito fiscale significativo proveniente dal settore finanziario, che potrebbe essere maggiore per l'ITF.

L'ITF comporta un maggior rischio di delocalizzazione o scomparsa delle transazioni, soprattutto per quanto riguarda la negoziazione a breve termine ad alta frequenza. In questo ambito, l'introduzione dell'imposta determinerebbe un aumento dei costi delle transazioni andando a erodere il profitto marginale, con un impatto negativo sulle attività di negoziazione automatica nei mercati finanziari e sul modello operativo delle transazioni ad alta frequenza.

Entrambe le tasse dovrebbero inoltre avere un impatto esiguo ma non trascurabile sul PIL e sull'occupazione, con effetti probabilmente più negativi per l'ITF. La ragione di questo impatto negativo è l'aumento del costo del capitale, dato che i soggetti tassati cercheranno di trasmettere l'imposta ai propri clienti, con ripercussioni negative sugli investimenti. Gli effetti distributivi della tassazione del settore finanziario sono tipicamente progressivi, cioè queste imposte gravano maggiormente sugli strati più abbienti della società rispetto a quelli più poveri in quanto i primi usufruiscono e beneficiano dei servizi finanziari in misura superiore. Ciò è particolarmente vero per l'ITF limitata a transazioni di strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni e i loro derivati.

Nel contesto del quadro finanziario pluriennale 2014-2020, il 29 giugno 2011 la Commissione europea ha avanzato la proposta di introdurre inizialmente l'ITF nell'UE, tenendo conto del suo potenziale di gettito e del suo impatto sull'assunzione di rischi eccessivi. Il documento di lavoro dei servizi della Commissione<sup>1</sup> che accompagna la proposta individua diversi elementi che devono essere presi in considerazione per attenuare i rischi di delocalizzazione a seguito dell'implementazione dell'ITF a livello di EU, illustrati nella sezione seguente.

## **7. ANALISI DEGLI IMPATTI DI DIVERSE VARIANTI DI ITF**

### **7.1. Prodotti e transazioni oggetto dell'imposizione fiscale**

**Le opzioni strategiche distinguono tra (i) un'imposta su transazioni in valute a pronti e transazioni in derivati, (ii) un'imposta su transazioni in titoli sui mercati primari e secondari e (iii) un'imposta sui mercati dei derivati, a eccezione dei derivati su valute. Tutti gli strumenti interessati sono negoziati sia su borse valori regolamentate che fuori mercato (over-the-counter).**

#### *Imposta sulle transazioni in valute (ITV)*

Il prelievo avverrebbe centralmente tramite i sistemi di negoziazione su valute, in particolare i sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*real time gross settlement, RTGS*). È possibile applicare un'imposta a livello centrale alle transazioni eseguite mediante tali sistemi, ma questa opzione solleva importanti questioni di ordine giuridico. Bisogna quindi distinguere tra i mercati valutari e i mercati dei derivati su valute.

#### *Imposta sulle transazioni in titoli (ITT) senza transazioni in derivati e valute*

Questa tassa corrisponde all'imposta sulle transazioni a base ristretta che interesserebbe solo le transazioni a pronti in azioni e obbligazioni (sui mercati primari e secondari). Questa opzione è simile all'imposta di bollo (*stamp duty*) del Regno Unito, se unita al principio dell'emissione nazionale. In alternativa, è possibile escludere i mercati primari per evitare di aumentare i costi della raccolta di capitali. Questo tipo di imposta sarebbe quindi applicata solo sulla negoziazione di azioni e obbligazioni sui mercati secondari.

#### *Imposta finanziaria sui derivati*

Questa imposta interesserebbe tutti gli strumenti finanziari direttamente o indirettamente derivati da prodotti negoziati sulle borse regolamentate o fuori mercato, come ad esempio i

---

<sup>1</sup> Commissione europea, SEC(2011) 876 definitivo, pp. 29-30.

derivati finanziari su valute o merci, i derivati basati sul rischio o sui tassi d'interesse o tutti gli altri derivati finanziari che non costituiscono transazioni dirette a pronti o transazioni a fini di raccolta di capitali, come obbligazioni e azioni.

### *Imposta sulle transazioni finanziarie (ITF)*

Questa opzione interesserebbe tutte le transazioni finanziarie sopra illustrate o un loro sottoinsieme, ad esempio per escludere dal campo di applicazione le transazioni dirette a pronti su valute e la raccolta di capitali tramite emissione di azioni o obbligazioni.

### *Pro e contro delle diverse opzioni*

La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari contiene già una classificazione consolidata degli strumenti e dei prodotti finanziari, utilizzata come punto di partenza per definire i prodotti da includere nel campo di applicazione della proposta di ITF.

È opportuno includere tutti i prodotti che definiscono i mercati finanziari e le transazioni finanziarie e che possono fungere da stretti sostituti, poiché il ricorso a definizioni più ristrette incentiverebbe le operazioni di elusione fiscale su vasta scala. Pertanto, il campo di applicazione che appare più opportuno per i prodotti assoggettati all'ITF include tutti i titoli e tutti i loro derivati.

Per quanto riguarda le transazioni in valute, può sorgere un potenziale conflitto tra l'obiettivo di raccogliere gettito supplementare e quello di non imporre restrizioni alla libera circolazione dei capitali. Ciò è particolarmente vero per le transazioni in valute a pronti. La tassazione delle transazioni in valute che coinvolgono monete diverse dell'UE è inoltre generalmente considerata contraria all'articolo 63 del TFUE, mentre la tassazione delle transazioni in valute che coinvolgono monete non di Stati membri dell'UE potrebbe essere ammessa se il Consiglio decidesse di applicare l'articolo 64, paragrafo 3, del TFUE che la permette.

## **7.2. Evento imponibile**

L'evento imponibile può essere basato sul principio della competenza o della contabilità di cassa. Per alcune transazioni questa distinzione sarebbe irrilevante poiché entrambi trovano applicazione nello stesso momento, soprattutto in caso di transazioni eseguite elettronicamente come accade in genere nei mercati finanziari. Tuttavia, un approccio basato solo sulla contabilità di cassa potrebbe incentivare il differimento dei pagamenti per beneficiare di notevoli vantaggi in termini di flusso di cassa. Inoltre, l'evento imponibile si verificherebbe anche in assenza di scambio di strumenti. Nel caso dei derivati, l'evento imponibile coinciderebbe generalmente con il momento della stipula del contratto. Dalla VI emerge che la migliore opzione è rappresentata da un ibrido dei principi della contabilità di cassa e della competenza, in base ai singoli prodotti.

## **7.3. Luogo d'imposizione**

Per stabilire le transazioni finanziarie alle quali ogni giurisdizione ha diritto di applicare l'ITF è possibile utilizzare diversi principi (residenza delle parti coinvolte, luogo di esecuzione della transazione e luogo di emissione dello strumento finanziario). Questi approcci presentano problematiche diverse per quanto riguarda i meccanismi di prelievo fiscale, esecuzione fiscale e distribuzione del gettito. La VI giunge alla conclusione che il principio di residenza rappresenta la migliore opzione, tenendo conto dell'esigenza di attenuare il rischio di delocalizzazione e di istituire un regime semplice in termini di amministrazione fiscale.

#### **7.4. Contribuenti**

Tra le varie opzioni illustrate, l'ITF potrebbe essere applicata agli enti finanziari coinvolti in una transazione o che vi intervengono per conto di una parte. Questa scelta avrebbe il vantaggio di circoscrivere l'incidenza giuridica al settore finanziario ed evitare la problematica legata a costi amministrativi potenzialmente elevati in caso di tassazione di soggetti non finanziari. Una possibile soluzione per gravare anche i finanziamenti intragruppo e le attività bancarie parallele (*shadow banking*) consiste nell'assoggettare all'ITF anche tutte le imprese che conducono attività finanziarie sopra una determinata soglia.

La VI indica la possibilità di assoggettare all'ITF le parti coinvolte in una transazione stabilite nell'UE che negoziano con enti finanziari esterni all'UE come metodo adeguato per combattere l'elusione fiscale.

#### **7.5. Base imponibile**

La definizione della base imponibile per le transazioni a pronti non pone grossi problemi. Benché alcuni derivati abbiano un proprio valore al momento della stipula del contratto, per molti di essi l'unico valore di riferimento facilmente disponibile, che può essere utilizzato come base imponibile, è il valore dello strumento o dell'attività sottostante. La VI consiglia di utilizzare come base imponibile (i) il valore lordo della transazione per le transazioni a pronti e (ii) il valore dell'attività sottostante per i contratti derivati (cioè il valore nozionale).

#### **7.6. Aliquota d'imposta**

Un'aliquota d'imposta nominale forfettaria di entità contenuta è ritenuta essenziale per evitare forti impatti negativi sui mercati e per assicurare un certo prelievo fiscale, poiché gli incentivi all'elusione fiscale aumentano all'aumentare dell'aliquota. La VI indica altresì che l'applicazione di aliquote differenziate per categoria di prodotti può attenuare i rischi di delocalizzazione assicurando al contempo un gettito adeguato.

#### **7.7. Conclusioni sulla struttura**

Per un'efficiente applicazione di qualsiasi versione dell'ITF nell'UE è altamente raccomandabile prevedere una definizione comune del campo di applicazione dello strumento fiscale, delle aliquote d'imposta e delle esatte basi imponibili, nonché di altre caratteristiche fondamentali dello stesso. In primo luogo vi sono validi motivi di ordine economico per ricorrere a un alto grado di armonizzazione e coordinamento in modo da evitare sostituzioni e scappatoie. In secondo luogo vi sono motivi di ordine tecnico. Negli ultimi anni alcune borse valori nazionali si sono fuse tra loro e utilizzano la stessa infrastruttura tecnologica. Questi sistemi sono altamente integrati ed è consigliabile coordinare l'amministrazione e l'esecuzione fiscale tra i rispettivi paesi. Ancora una volta, l'applicazione del principio di residenza già illustrato può attenuare questi problemi. Pertanto, l'opzione più raccomandabile per un'ITF armonizzata consiste in un'imposta sulla negoziazione di strumenti finanziari e relativi derivati da parte degli enti finanziari che includa azioni, obbligazioni e i loro derivati – al valore nozionale – e sia applicata in base al principio di residenza. L'inclusione delle transazioni a pronti su valute è soggetta alla sua fattibilità giuridica. I mercati primari di azioni e obbligazioni sarebbero esenti dall'imposta per attenuare l'impatto diretto sul finanziamento delle imprese nel contesto dell'economia reale.

## 7.8. Impatto dell'ITF

### *Stime di gettito*

Le stime di gettito per l'ITF a un'aliquota ipotetica dello 0,01% sono comprese tra 16,4 (con un'elasticità di -2 e una forte diminuzione dei volumi) e 43,4 miliardi di EUR (con un'elasticità di 0 e una ridotta diminuzione dei volumi), ovvero dallo 0,13% allo 0,35% del PIL, tenendo conto di tutte le fonti e utilizzando come base imponibile il valore dell'attività sottostante la transazione. Con un'aliquota dello 0,1%, il gettito stimato totale si attesta tra 73,3 (con un'elasticità di -2 e una forte diminuzione dei volumi) e 433,9 miliardi di EUR (con un'elasticità di 0 e una ridotta diminuzione dei volumi), ovvero dallo 0,60% al 3,54% del PIL.

### *Delocalizzazione*

Le stime di gettito per le varianti dell'ITF dipendono in larga misura dalle ipotesi sulla diminuzione dei volumi e sull'elasticità dei volumi di negoziazione rimanenti all'imposta. La VI ha utilizzato due ipotesi di lavoro sulla diminuzione dei volumi (compresa la delocalizzazione e la scomparsa), una diminuzione del 70% in linea con gli studi esistenti sulla reazione nei mercati dei derivati e una diminuzione del 90%, leggermente più alta, basata sull'esperienza della Svezia. Queste ipotesi tengono conto anche dello sviluppo della negoziazione ad alta frequenza, che oggi rappresenta circa il 40% dei mercati azionari e sarebbe notevolmente colpita dall'ITF. La VI indica che alcuni elementi nella strutturazione dell'imposta, come il luogo d'imposizione in base al principio di residenza e il livello delle aliquote, sono quelli maggiormente in grado di attenuare i rischi di delocalizzazione.

L'introduzione di tasse supplementari comporta il rischio intrinseco che gli agenti spostino altrove le proprie attività per ridurre l'onere fiscale. La delocalizzazione può avvenire portando le attività interessate in giurisdizioni dove sono soggette a un'imposizione minore o scegliendo prodotti/fornitori al di fuori del campo di applicazione dell'imposta all'interno della stessa giurisdizione. Ovviamente il rischio di delocalizzazione fisica di mercati e operatori di mercato e la migrazione a prodotti non soggetti a imposizione diminuisce all'aumentare del numero di paesi che adottano una tassazione analoga e all'ampliarsi del campo di applicazione.

### *Impatti macroeconomici e occupazione*

Il modello utilizzato per analizzare gli impatti macroeconomici indica che un'imposta sulle transazioni in titoli, senza tenere conto degli effetti attenuativi, ridurrebbe la crescita futura del PIL a lungo termine dell'1,76% in caso di aliquota dello 0,1% e dello 0,17% in caso di aliquota dello 0,01%. Tuttavia, questi risultati devono essere interpretati con cautela, alla luce dei limiti dei modelli sottostanti. Ad esempio, il modello prende in considerazione solo gli effetti dell'ITF su una fonte di finanziamento, cioè l'emissione di azioni, senza tenere conto dell'impatto sul costo del finanziamento tramite debito. A causa di questo limite, il modello potrebbe sovrastimare gli effetti negativi dell'imposta sul PIL. Inoltre, non ci sono modelli disponibili per valutare gli effetti attenuativi che dovrebbero derivare dalla strutturazione della proposta (ad es. l'esclusione dei mercati primari, l'esclusione della maggior parte delle transazioni che non coinvolgono almeno un ente finanziario ecc.) e dai canali tramite i quali essi incidono sulle variabili macroeconomiche. L'unico approccio disponibile consiste dunque nel simulare tali effetti con tutte le riserve e le incertezze del caso. Nell'ipotesi che tutti gli effetti attenuativi avessero piena applicazione, le perdite di prodotto rispetto allo scenario senza effetti attenuativi potrebbero scendere dall'1,76% allo 0,53% della crescita futura del

PIL. Negli scenari simulati, le aliquote d'imposta sulle transazioni in titoli dello 0,01% e 0,1% avrebbero impatti negativi limitati sull'occupazione, rispettivamente pari a -0,03% e -0,20%.

#### *Effetti sull'assunzione di rischi e sul comportamento dei mercati*

Gli effetti dell'ITF sull'assunzione di rischi e sul comportamento dei mercati riguardano la possibilità di contenere la speculazione, il *noise trading* e la negoziazione su base tecnica, riducendo la volatilità dei mercati. Benché, secondo la letteratura economica, gli effetti dell'ITF sulla volatilità siano in genere poco dimostrati e dipendano dalla struttura del mercato, l'imposta potrebbe essere uno strumento molto efficace per arginare le transazioni automatizzate ad alta frequenza e il ricorso a derivati con elevata leva.

#### *Impatto sul costo del capitale e sulla crescita*

È stato analizzato l'impatto dell'ITF sul costo del capitale (e quindi sul comportamento d'investimento delle imprese). Un risultato teorico generale è che a maggiori costi delle transazioni, compresi quelli imposti dall'ITF, sono associati minori prezzi delle attività. Questa dinamica può far aumentare il costo del capitale per le imprese. Gli effetti sui prezzi dei titoli e sul costo del capitale aumentano all'aumentare dell'aliquota e sono attutiti da periodi di detenzione più lunghi. Gli studi empirici sull'impatto dell'imposta sui mercati finanziari confermano in generale i risultati teorici. La VI indica che l'esclusione dal campo di applicazione dei mercati primari e secondari di azioni e obbligazioni potrebbe contribuire ad attenuare l'impatto sul costo del capitale.

#### *Incidenza e impatti distributivi*

Buona parte dell'onere ricadrebbe sui proprietari diretti e indiretti degli strumenti finanziari quotati. Le caratteristiche specifiche dell'ITF, come quelle suggerite in termini di definizione dei contribuenti, potrebbero attenuare l'impatto del maggiore costo del capitale sui settori non finanziari.

#### *Impatto sulle strutture di mercato ed effetti sulla concorrenza*

Gli effetti di un'imposta sulle transazioni dipendono dalla struttura del mercato, che si differenzia a seconda dei segmenti di mercato nonché dei paesi. Se la struttura è eterogenea, la tassa può colpire in modo molto diverso i mercati in questione. La letteratura empirica giunge quindi a risultati diversi nel valutare gli effetti delle imposte sulle transazioni. La maggior parte degli studi riscontra una diminuzione dei volumi negoziati, ma gli impatti sulla volatilità e sui prezzi sono meno chiari, anche se i risultati in base ai dati del campione e le stime che meglio identificano gli effetti dei costi delle transazioni sembrano mostrare spesso una correlazione positiva tra costi delle transazioni e volatilità.

Gli impatti delle imposte sulla concorrenzialità dell'economia reale (industria e servizi) dipendono in larga misura dalla strutturazione dell'imposta. La VI indica che limitare i prodotti imponibili agli strumenti finanziari secondo la definizione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), cioè escludendo le transazioni finanziarie quotidiane (come il pagamento delle bollette o degli stipendi) e le transazioni come i prestiti bancari alle imprese o ai nuclei domestici (quali prestiti ipotecari o la fornitura di linee di credito al consumo) è un passo necessario verso la salvaguardia dell'economia reale dagli effetti diretti dell'applicazione di questa imposta.

## **8. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE**

La valutazione delle conseguenze macro e microeconomiche dell'applicazione della misura legislativa potrebbe essere svolta tre anni dopo l'entrata in vigore delle misure legislative di recepimento della direttiva. La Commissione potrebbe quindi inviare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sul funzionamento tecnico della direttiva.