



# La “Tobin Tax” in Italia

Progetto di un’analisi teorica ed empirica

*Gabriella Chiesa, Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna*

*Sergio Pastorello, Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna*

## 1. La “TobinTax ” originale

La cosiddetta Tobin Tax fu originariamente proposta da Tobin come tassa sugli scambi valutari con l’obiettivo di limitare movimenti di capitali cross-border (J.Tobin, 1978). In linguaggio moderno: la tassa avrebbe reso più costoso il ricorso al mercato del funding internazionale e quindi avrebbe aiutato a prevenire il fenomeno ampiamente sperimentato soprattutto dalle economie emergenti di massicci afflussi di capitali seguiti poi da improvvisi e distruttivi deflussi.

L’equivalente della Tobin Tax originale è la tassa sugli afflussi di capitali (capital inflows) invocata per le economie emergenti da diversi studiosi sulla base della ricerca di frontiera in campo economico-finanziario (Stiglitz, Korineck)<sup>1</sup>, e non la “tassa sulle transazioni finanziarie” – in gergo, la Financial Transaction Tax (FTT).

## 2. I presunti obiettivi di una FTT

Sono i più diversi ma riassumibili in due categorie:

- a) Estrarre reddito da imposta dal settore finanziario, anche al fine di coprire parte dei costi sociali derivanti dalle crisi finanziarie;
- b) Migliorare l’efficienza dei mercati finanziari: ridurre l’eccesso di scambi, la volatilità dei prezzi, e prevenire bolle dei prezzi delle attività finanziarie.

Entrambi gli obiettivi hanno elevata dignità, l’aspetto critico è se la FTT sia lo strumento atto a conseguirli.

Riguardo ad a): La prima considerazione è la necessità di coordinamento fiscale tra paesi e tra mercati regolati ed off-shore.

Riguardo a b): Le considerazioni devono farsi alla luce dei mercati e sistemi finanziari attuali. In primis, il fatto che il grosso degli scambi (posizioni attive e passive in titoli) è finanziato a debito (a leva). Lo sviluppo dei mercati finanziari e in particolare del mercato del credito collateralizzato (REPO market) ha fatto che si che posizioni in titoli siano assumibili utilizzando quegli stessi titoli come collaterale per prendere a prestito i fondi necessari all’acquisto degli stessi. Fenomeni di “rational

---

<sup>1</sup>Capital controls  
Reasons”, volatility capital  
Flows:

exuberance”, bolle e successive implosioni sono da ricondursi a eccessi nel ciclo del credito (leverage): crescita della leva nelle fasi espansive, seguita poi da implosioni della stessa (deleverage) con conseguente illiquidità dei mercati (caduta degli scambi) e volatilità dei prezzi.

Vi è ora ampio e consolidato consenso tra gli studiosi e policy makers che il perseguimento dell’obiettivo di efficienza e stabilità finanziaria richieda il governo del ciclo del credito (leverage cycle) attraverso la vigilanza e la regolazione (si veda ad esempio Basilea III) e più in generale politiche macroeconomiche prudenziali.<sup>2</sup>

La FTT ben poco può ai fini del governo del leverage cycle e degli associati cicli dei mercati finanziari. Un’osservazione per tutte: bolle e implosioni sono frequenti nei mercati immobiliari (delle economie che non soffrono di credit rationing). In tali mercati, i costi di transazione, incluse le tasse, sono estremamente elevati rispetto ai costi di transazione sui mercati finanziari. Questo suggerisce che la tassazione delle transazioni ben poco (se non nulla) può nel prevenire bolle e attenuare i cicli dei mercati, e dunque nulla può ai fini della volatilità di lungo periodo.

Ci si può domandare se la FTT possa attenuare la volatilità di breve-brevissimo periodo. Anche qui, la risposta fornita dalla letteratura teorica ed empirica è negativa; evidenziando un effetto positivo dell’attività di scambio sulla liquidità e negativo sulla volatilità dei prezzi. Rimandiamo all’evidenza empirica sugli effetti della UK Stamp Duty cui più è prossima la FTT italiana.

### 3. Le reazioni delle decisioni economiche alla FTT

Qualsiasi tassa influisce sulle decisioni economiche. Nel caso della FTT le reazioni degli investitori/risparmiatori, possono riassumersi nel:

- a) decidere di mutare la localizzazione dello scambio, ad esempio spostando le transazioni su mercati esteri;
- b) investire in titoli sostituti di quelli tassati (investire in titoli che generano payoffs equivalenti ai titoli tassati)
- c) astenersi dall’investire tout court

Le conseguenze non sono banali: nel caso a) la tassa è di fatto evasa. Nei casi b) e c) gli effetti sono di riallocazione di portafoglio con conseguenze sulla redditività del risparmio e sui costi di capitale di rischio delle imprese i cui strumenti di finanziamento sono oggetto di tassazione. I casi b) e c) sono di particolare rilevanza per la FTT italiana.

### 4. Le esperienze internazionali della FTT

Schemi di tassazione delle transazioni finanziarie possono differire per il tipo di strumento finanziario (le azioni sono tipicamente tassate con un’aliquota più elevata rispetto ai derivati e ai titoli del reddito fisso), la localizzazione dello scambio,

---

<sup>2</sup> Geanakoplos, J., 2010, “Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle,” Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1751; Adrian, T. and H.S. Shin, 2009, “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 382; Barlevy, G., 2008, “A Leverage-based Model of Speculative Bubbles,” Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2008–01.

l'identità dell'acquirente e/o venditore (residente domestico piuttosto che estero, intermediario – market maker ...). Anche con riferimento al dibattito odierno, le esperienze di due paesi sono particolarmente rilevanti: Svezia, Regno Unito. L'esempio Svedese coglie, in virtù del disegno della tassa, l'effetto a) – spostamento delle transazioni su mercati esteri – di fatto, evasione della tassa. La FTT Inglese, cui si avvicina FTT italiana, enfatizza gli effetti b) - c)

#### 4.1 Svezia

Introdotta nel gennaio del 1984 e definitivamente abolita nel 1990, la tassa gravava essenzialmente sui servizi di brokeraggio (i servizi d'intermediazione per l'esecuzione degli ordini di acquisto e di vendita) nel mercato svedese. Era inizialmente limitata ai titoli azionari e opzioni, con un'aliquota dello 0.5%, successivamente estesa ai titoli del reddito fisso con aliquote sensibilmente più basse (0.02-0.03%).

A quel tempo (metà anni 80), in Svezia erano in vigore restrizioni sui movimenti di capitale, ciò nonostante le transazioni si spostarono massicciamente sui mercati esteri.

Il disegno della FTT Svedese è unanimamente considerato un fallimento: il fatto che fossero tassati i servizi di brokeraggio locali (le transazioni sul mercato Svedese) faceva sì che si potesse evadere semplicemente usando un servizio di brokeraggio non-locale, cosa facilmente realizzabile dagli investitori esteri (non-locali). Ma ci sono altre lezioni che possiamo trarre: La penalizzazione dei piccoli investitori/risparmiatori la cui reazione fu di astenersi dagli scambi.

L'importanza degli effetti b) - c): Nonostante la modesta entità della tassa sui titoli del reddito fisso, la reazione degli investitori/risparmiatori fu di astenersi dagli scambi (il volume degli scambi cadde dell'85%) e di riallocare il portafoglio verso titoli sostituiti non-tassati.

#### 4.2 UK

Nel Regno Unito è in vigore dal 1963 la "Stamp Duty tax". E' una tassa sui trasferimenti di proprietà di società incorporate nel Regno Unito, indipendentemente dalla nazionalità dell'investitore e dalla localizzazione dello scambio. Grava sull'acquisto di azioni di società UK, ovunque trattate e indipendentemente dalla nazionalità e natura dei contraenti, attualmente con un'aliquota dello 0.5%. A differenza della tassa Svedese, non può essere evasa spostando gli scambi sui mercati esteri.

Transazioni di contratti futures non sono tassate e transazioni di opzioni sono tassate solo quando esercitate. Se da una parte, questo offre possibilità di sostituire negoziazioni su azioni (tassate) con operazioni in derivati, dall'altra contribuisce ai volumi e alla liquidità dei mercati sui futures (in primis, dell'indice di borsa FTSE) e delle opzioni.

La "Stamp Duty Tax" non è applicata ai titoli del reddito fisso. Se così fosse

colpirebbe pesantemente le transazioni sul mercato dei REPO<sup>3</sup>, che rappresenta il funding market dei titoli del reddito fisso - essenziale ai fini della liquidità dei titoli del reddito fisso, e dunque ai fini del *cost of borrowing* di imprese e Stati.

Effetti della FTT (Stamp Duty) inglese: l'evidenza è che incentiva lo spostamento degli scambi dai titoli tassati a sostituti non tassati – effetto b), e induce una se pur debole riduzione del volume totale degli scambi – effetto c).<sup>4</sup>

Inoltre, c'è evidenza che la riduzione della tassa induca aumenti nei prezzi dei titoli azionari (riduzione del costo del capitale di rischio delle imprese).<sup>5</sup>

## 5. La FTT in Italia

Introdotta nel 2012 ed operante dal 1 Marzo 2013, grava sulle transazioni finanziarie relative ad azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti in Italia, con capitalizzazione non inferiore ai 500 milioni, indipendentemente dalla nazionalità dell'investitore e dalla localizzazione dello scambio. L'aliquota applicata al momento della sua entrata in vigore è stata 0,12% (0,22% se la transazione è su un mercato non regolato – *over the counter*), successivamente ridotta rispettivamente al 0,10% e 0,20%.

La tassa è di fatto assimilabile alla FTT del Regno Unito, con la variante che si applica al saldo netto degli acquisti e delle vendite effettuate giornalmente da uno stesso soggetto sul medesimo strumento finanziario (non penalizza operazioni d'arbitraggio intraday, ma penalizza l'investimento di più lungo orizzonte).

Inoltre, a partire dal 1 Settembre 2013, è in vigore una tassazione sugli scambi di derivati che abbiano come sottostante indici o azioni italiane. L'aliquota è in misura fissa e varia a seconda del tipo di strumento e del valore *nozionale* del contratto (*è crescente nel valore nozionale del contratto*), è applicata sia sulle transazioni di acquisto che di vendita, sia intraday che multiday e colpisce sia il compratore che il venditore. Il disegno di tale tassa è un *unicum* nel panorama internazionale.

Come la FTT del Regno Unito, e a differenza della FTT Svedese, la tassa non può essere evasa spostando gli scambi sui mercati esteri. L'effetto a) non opera. Sono invece rilevanti gli effetti b) – c): gli incentivi a investire in titoli sostituti di quelli tassati (inclusi i titoli azionari esteri esenti dalla tassa), e/o dall'astenersi dall'investimento tout-court. E le implicazioni che da ciò derivano sul rendimento del risparmio e sul costo del capitale di rischio delle imprese residenti in Italia. Il tutto accentuato dalla tassazione penalizzante dei contratti futures ed opzioni, strumenti di copertura di rischio e quindi utili a contribuire alla liquidità del sottostante – azioni italiane.

Il contesto rileva:

---

<sup>3</sup> Un contratto REPO consiste in acquisto di titolo contro pagamento cassa (il cash borrower cede il titolo al cash lender) e successiva (alla scadenza) vendita del titolo per cassa (il cash borrower rimborsa il cash lender, e riacquista la proprietà del titolo).

<sup>4</sup> Campbell, J., and K. Froot, 1993, "International Experience with Securities Transaction Taxes," NBER Working Paper 4587.

<sup>5</sup> Bond, S., M. Hawkins, and A. Klemm, 2004, "Stamp Duty on Shares and Its Effect on Share Prices," Institute for Fiscal Studies, London, Working Paper WP04/11.

1. L'economia Italiana ha un elevato grado di bancarizzazione con pressochè completa dipendenza delle imprese dal finanziamento bancario, il mercato azionario è tra i più sotto-sviluppati (in termini di capitalizzazione, volume di scambi ...)
2. L'Italia è l'unico paese dell'area Euro ad avere una FTT; qualsiasi titolo azionario dell'area Euro emesso da società non Italiane e qualsiasi derivato su tale titolo, sono esenti. E' allora evidente l'incentivo a sostituire titoli azionari di società italiane con titoli di società estere (e quindi, esenti), senza per altro incorrere nel rischio di cambio. Ne consegue un aggravio del costo di capitale di rischio delle società italiane rispetto ai competitori esenti, con il possibile effetto di accentuare la dipendenza bancaria.

## 6. Spunti per un'analisi empirica

Il quadro esposto nei paragrafi precedenti suggerisce diverse possibili direzioni lungo le quali esplorare le conseguenze e gli effetti dell'applicazione italiana della FTT. Un primo gruppo di fenomeni può essere studiato usando dati provenienti dai mercati finanziari, e più in particolare osservando l'evoluzione nel tempo di prezzi o volumi di transazione dei titoli soggetti all'imposta, confrontando l'andamento nel periodo precedente l'applicazione della FTT con quello successivo, oppure confrontando fra loro titoli soggetti e non soggetti alla FTT.

1. Quali sono stati gli effetti della FTT sui volumi di transazione dei titoli soggetti all'imposta? Più in generale, l'applicazione della FTT ha generato un effetto misurabile sugli indicatori di liquidità di questi titoli?
2. Quali sono stati gli effetti della FTT sui prezzi dei titoli e di conseguenza sul costo del capitale per le imprese emittenti?
3. Quali sono stati gli effetti della FTT sulla volatilità dei prezzi e dei rendimenti?
4. Che implicazioni ha avuto l'introduzione della tassa sulle transazioni dei derivati sui sottostanti?

Una seconda direzione di analisi si concentra sugli effetti della FTT sull'economia italiana nel suo complesso. Pur essendo probabilmente più interessante di quello puramente finanziario, potrebbe essere difficile ottenere risultati robusti principalmente a causa di limitazioni nei dati.