



*Ministero
dell'Economia e delle Finanze*

DIPARTIMENTO DEL TESORO
DIREZIONE II

Alla Presidenza del Consiglio dei Ministri -
Dipartimento Politiche Europee – Ufficio
Coordinamento Politiche UE - Segreteria CIAE

trasmissione via e-mail

[\(infociaeattiue@governo.it\)](mailto:infociaeattiue@governo.it)

[\(segreteria.ciae@governo.it\)](mailto:segreteria.ciae@governo.it)

Presidenza del Consiglio dei Ministri

DPE 0002410 A-4.22.4

del 02/04/2013



7736881

e, p.c. All'Ufficio Legislativo – Economia

Sede

Oggetto: Proposta di direttiva del Consiglio che attua una cooperazione rafforzata nel settore dell'imposta sulle transazioni finanziarie COM(2013) 71. Elementi per una relazione.

Si fa riferimento alla nota della Presidenza del Consiglio dei Ministri – Segreteria CIAE del 20/2/2013, trasmessa da codesto Ufficio Legislativo per le valutazioni di competenza, riguardante la richiesta di relazione ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge n. 234 del 24/12/2012 sulla proposta di cooperazione rafforzata nel settore dell'imposta sulle transazioni finanziarie di cui all'oggetto.

Al riguardo, poiché la proposta di Direttiva nella formulazione pervenuta prevede la tassazione degli scambi di titoli di Stato sul mercato secondario, si mettono in luce i seguenti aspetti di competenza, quali elementi utili per la relazione in discorso.

1. La tassa colpisce le transazioni sul mercato secondario ed esclude quelle sul mercato primario; data la stretta interrelazione esistente tra i due mercati, si devono sottolineare le ripercussioni che il mercato primario, ancorché escluso, può subire per effetto della tassazione del secondario. Gli operatori che partecipano al mercato all'emissione (svolta per lo più tramite asta) effettuano, infatti, le loro offerte di prezzo sulla base delle quotazioni del mercato secondario. Se quest'ultimo è liquido e profondo, ossia se gli scambi sono consistenti e continui, tali da non provocare

improvvisi sbalzi di prezzo, allora anche le aste daranno buoni risultati, in linea con quelli prevedibili da chi emette. Per cui ove la tassa sulle transazioni finanziarie dovesse avere impatto sul funzionamento del mercato secondario (ed appare indubbio che degli impatti vi saranno), non vi potranno che essere serie conseguenze sul mercato primario ed in definitiva sul costo delle emissioni, ossia sulla spesa per interessi sul debito pubblico. Un'attendibile stima quantitativa del possibile effetto risulta esercizio molto difficile, anche in quanto i titoli di Stato sono trattati su una molteplicità di mercati (piattaforme elettroniche *interdealer* o *dealer-to-client* o *retail* o anche mercati a voce, etc.). C'è tuttavia il concreto rischio (o piuttosto la certezza) che le istituzioni finanziarie decidano di minimizzare il trading sul mercato secondario o di spostarlo su mercati extraeuropei (ai fini della formulazione proposta ciò non consente di sfuggire alla tassazione, atteso il verificarsi del presupposto impositivo su un titolo di emittente europeo, ma vanno valutate le difficoltà pratiche nel riscuotere tasse a carico di soggetti non europei). Lo scenario prospettato sarebbe, pertanto, di sofferenza del mercato secondario dei titoli di Stato accompagnato da un gettito non in linea con quanto prevedibile.

2. In aggiunta a quanto sopra specificato, la liquidità e l'efficienza del mercato secondario potrebbero essere seriamente influenzate dalla tassazione delle transazioni a termine sui titoli di Stato, in particolare dei *repo*; va segnalata la fondamentale importanza del mercato dei *repo* per la liquidità del mercato a pronti (*cash*) in quanto esso permette di gestire in ogni condizione di mercato le proprie posizioni. Con l'aliquota di tassazione prevista, il mercato *repo* diverrebbe molto più costoso, svuotandosi soprattutto per gli scambi a più breve termine (la tassa eroderebbe ogni margine di profitto tenuto conto che essa ha come base imponibile il prezzo dello strumento), che rappresentano la parte prevalente di questo segmento di mercato.
3. La proposta prevede che la tassa sia applicata su base lorda ed in particolare stabilisce di tassare ciascuna controparte di ogni transazione e senza esenzioni per alcun intermediario (per esempio i *market makers*). Proprio questi operatori principali, impegnati a fornire in via continuativa quotazioni sui singoli strumenti, danno un contributo fondamentale per la liquidità e l'efficienza del mercato, a vantaggio di tutti gli operatori, ivi inclusi i risparmiatori finali e l'emittente stesso, che possono contare su prezzi significativi e formati in modo trasparente. Si aggiunge che per la struttura

dell'imposta sarebbero colpiti ogni acquisto e vendita di titoli in ogni stadio della catena che porta dal venditore all'acquirente finale; si deve far presente che possono verificarsi molteplici passaggi tra intermediari tra i due estremi della transazione e questa circostanza porterebbe l'aliquota effettiva ad un livello ben superiore allo 0,1% (o meglio allo 0,2%, posto che la tassa colpisce entrambe le parti se residenti nei paesi che adottano la cooperazione rafforzata). Queste modalità per effettuare le transazioni sono diffuse nello scambio di titoli governativi, specialmente quando si fa uso di piattaforme elettroniche alle quali solo alcuni operatori sono abilitati a partecipare: se un investitore necessita di un titolo e non ha accesso diretto alle piattaforme di contrattazione si dovrà rivolgere ad un dealer, e qualora questi non abbia il bond richiesto al suo attivo, dovrà cercarlo sui mercati elettronici. Quanto sopra fa emergere il rischio che la tassa, così come nella formulazione proposta, non solo renda le transazioni più costose, ma che costituisca anche un incentivo a rivolgersi a mercati di ricerca diretta della controparte (*over the counter*), tipicamente più opachi rispetto ai mercati regolamentati e per questo motivo non incoraggiati dai regolatori europei.

4. Anche assumendo che la tassa sulle transazioni finanziarie non abbia effetto sul funzionamento del mercato secondario (cosa non plausibile sulla base delle considerazioni che precedono), resta il fatto che i partecipanti al mercato primario, che acquistano principalmente per distribuire, terranno conto di un prezzo comprensivo della tassa quando presenteranno le proprie offerte. Per un grande emittente quale l'Italia ciò determinerà un costo aggiuntivo del finanziamento che difficilmente sarà compensato dal gettito della tassa, posto che esso verrà presumibilmente ripartito tra i Paesi sulla base di differenti criteri, al momento ancora da stabilire, ma che comunque si prospettano essere totalmente o parzialmente diversi da quello basato sull'ammontare di titoli in circolazione di propria emissione.
5. Vale la pena ribadire che la liquidità del mercato secondario è condizione vitale per il funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani; se la tassa sulle transazioni finanziarie, anche al di là delle intenzioni, ridurrà considerevolmente gli scambi su tale mercato rendendolo illiquido, potranno verificarsi una serie di effetti, anche ulteriori rispetto a quelli segnalati, in grado di vanificare ogni potenziale beneficio individuato dalla Commissione a sostegno di questa forma di imposizione.

Si reputa, pertanto, che sia conforme all'interesse nazionale esentare dalla tassa sulle transazioni finanziarie proposta tutte le negoziazioni aventi ad oggetto i titoli di Stato.

IL DIRIGENTE GENERALE

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Paolo Cammat". The signature is written in a cursive style with a long horizontal stroke at the end.