
Uso e abuso dei derivati: profili fiscali

di FRANCO GALLO

L - Credo che tutti siano ormai d'accordo - esperti, governi, operatori - sull'urgenza di un'adeguata regolamentazione dei "derivati". È stata, infatti, soprattutto la carenza di regole e non tanto la loro complessità una delle cause dirette della grave crisi finanziaria di questi anni. Nessuno nega che i derivati, anche quelli OTC, abbiano una loro funzione nei mercati finanziari. Ciò che si chiede, pertanto, non è certo la loro soppressione, ma semplicemente un'attenta regolazione che consenta di evitare quei rischi sistemici che si sono prodotti negli anni passati e potrebbero ancora prodursi. Al riguardo c'è in via generale un'astratta concordia degli esperti nel proporre a tal fine la standardizzazione dei contratti e una più puntuale definizione della natura del rischio coperto e del contraente meritevole di tutela. Come c'è concordia nel richiedere, per questa via, sia la trasparenza, la tracciabilità e la registrazione degli scambi, sia la centralizzazione degli scambi stessi; che è come dire la creazione per ogni tipo di derivato di una *clearing house* e di stanze di compensazione che consentano ad una controparte comune di garantire il regolare svolgimento degli scambi.

Da osservatore esterno, mi sembra però che la concordia venga meno quando si tratta di entrare nel dettaglio della futura disciplina e - come è avvenuto negli USA con la legge Dodd Frank - quando si discute dell'opportunità di introdurre eccezioni al regime regolamentato, specialmente per quanto riguarda i derivati utilizzati a fini non speculativi, ma di mera copertura.

La Rivista affronterà nei prossimi numeri questi temi sul piano più squisitamente tecnico. In questa sede voglio solo esprimere la preoccupazione - non soltanto mia - che, se si aprono alcuni varchi alla regolamentazione prevedendo esenzioni o esclusioni, il rischio è che si cambi poco o nulla, che permangano le asimmetrie informative che hanno portato alla crisi dei mercati finanziari e che si continui ad offrire agli operatori meno scrupolosi strumenti per sviluppare transazioni non controllabili e, quindi, pericolose. Come molti esperti sostengono, per evitare ciò, dovrebbe accompagnarsi al binomio standardizza-

zione e centralizzazione anche l'obbligo generalizzato, a carico degli intermediari, di dotarsi di un capitale o, meglio, di disporre di margini di solvibilità iniziali e di variazione. Questa, del resto, sembra la strada che sta seguendo nelle sue proposte la Commissione Europea, anche se – per quanto mi risulta – presso di essa, come presso il Governo USA, si levano voci sempre più insistenti favorevoli alla previsione di esenzioni e di “distinguo” tra imprese e banche, tra attività speculative e no, tra attività sistematiche e no.

2. – In questo contesto lo strumento fiscale potrebbe svolgere un ruolo importante. Si tratterebbe di cogliere l'occasione della regolamentazione dei derivati e degli strumenti finanziari in genere per concepire anche forme di tassazione che gravino sulle attività finanziarie stesse. L'idea di un prelievo sulle operazioni finanziarie – che esiste fin dagli anni Trenta ed ha un precedente in Italia nell'imposta di bollo sui contratti di borsa – è portata avanti dal Parlamento Europeo, è stata studiata dalla stessa Commissione ed è stata fatta propria dal duo Merkel-Sarkozy. Essa indubbiamente presenterebbe importanti vantaggi soprattutto all'indomani di una crisi come quella appena passata e – come i fatti di questi giorni insegnano – non ancora esaurita. L'introduzione di un tale prelievo potrebbe, infatti, concorrere a frenare la speculazione, stabilizzare i mercati, incentivare gli investimenti a lungo termine rispetto a quelli “a breve”, garantire la tracciabilità e rafforzare, appunto, la trasparenza.

Nell'intenzione della Commissione Europea tale prelievo dovrebbe essere, in particolare, posto a carico degli operatori della finanza che hanno provocato la crisi finanziaria e che sono stati beneficiati dagli interventi dei Governi. L'obiettivo di una siffatta tassazione sarebbe, in altri termini, quello di garantire un'equa ripartizione, tra questi ultimi, degli oneri del risanamento in applicazione del criterio di riparto c.d. delle “esternalità negative” o, meglio, della compensazione delle economie e diseconomie esterne, comunemente conosciuto come la regola comunitaria del “chi inquina paga”. È come dire, insomma, che chi provoca un pregiudizio sociale ed economico alla collettività, scaricando su di essa il relativo danno, deve compensare tale pregiudizio attraverso l'interposizione dello Stato finanziatore ed impositore.

Da valutazioni della Commissione Europea risulta che un'aliquota dello 0,05% potrebbe produrre un gettito di circa 200-260 miliardi di Euro nell'ambito UE.

Non dovrebbero essere eccessivi i timori relativi ai possibili rischi per la competitività, derivanti dall'introduzione unilaterale di un prelievo limitato alla sola UE. L'esiguità del carico fiscale dovrebbe, infatti, scongiurare gli investitori dallo scegliere giurisdizioni meno conosciute. D'altronde, gli operatori che più di altri potrebbero essere tentati di “emigrare” sarebbero quelli che si dedicano alle operazioni a brevissimo termine (*short selling*), e cioè a quelle operazioni che l'Unione Europea non dovrebbe avere interesse a mantenere nel suo ambito.

Le principali caratteristiche di un siffatto prelievo dovrebbero essere in linea di massima le seguenti:

- aliquota ridotta compresa tra lo 0,01 e lo 0,05% in modo da limitare il rischio di una fuga delle operazioni;
- ampia base imponibile comprendente tutti i tipi di operazione, in modo da garantire la parità di condizioni ed evitare una “fuga” verso comparti del settore finanziario meno regolamentati;
- esenzioni e soglie ben definite che tengano conto delle esigenze dei piccoli investitori e degli investitori al dettaglio .

Ricordo che in quest'ottica si sono mossi sia il Fondo monetario che la stessa Commissio-

ne proponendo, però, un prelievo specifico sulle banche e una tassa sulle attività finanziarie. Ma il prelievo sulle banche riguarderebbe l'attivo di bilancio e, quindi, escluderebbe proprio quelle operazioni relative ai c.d. "sistemi bancari ombra", operazioni che, invece, il tributo sulle transazioni finanziarie colpirebbe proprio perché presentano i maggiori rischi di "leva finanziaria". Anche la tassa sulle attività finanziarie è diversa da quest'ultimo tributo perché si applicherebbe solo ai profitti derivanti dalle operazioni finanziarie a prescindere dalla natura delle operazioni stesse.

Questi strumenti, pertanto, non possono in alcun modo rappresentare un'alternativa al prelievo sulle transazioni finanziarie. Esse potrebbero tutt'al più svolgere un ruolo integrativo nel senso che:

- i prelievi sulle banche contribuirebbero a finanziare i fondi nazionali destinati alla risoluzione della crisi per il settore bancario;
- la tassa sulle attività finanziarie potrebbe fungere da strumento complementare, ma solo nell'improbabile ipotesi che le rendite del settore finanziario risultassero troppo elevate anche dopo l'introduzione del prelievo sulle operazioni finanziarie e, per equità fiscale, si rendesse necessario un ulteriore tributo.

Come si vede, le proposte per realizzare una moderna "Tobin tax" sono numerose e diversificate e provengono da istituzioni prestigiose e autorevoli. Ciò che nell'attuale congiuntura manca - o non è comunque sufficientemente divulgato - è un più approfondito dibattito su questi temi che coinvolga gli operatori interessati, gli esperti e gli accademici.