



IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS: IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS Y LA NEGOCIACIÓN

Beatriz Alonso-Majagranzas
Subdirectora de Renta Variable de BME

INTRODUCCIÓN

Las ayudas proporcionadas al sector financiero por los distintos gobiernos a raíz de la crisis económica desencadenada en 2007 y la responsabilidad de éste en el desencadenamiento de la misma, abrieron el debate sobre la necesidad de que el sector contribuyera a recuperar el gasto dedicado a paliar los efectos de la crisis. Adicionalmente, también se plantearon las posibles medidas a adoptar para evitar o minimizar el riesgo de situaciones similares en el futuro. Es en este contexto en el que se plantea, entre otras medidas, la implantación de un impuesto sobre las transacciones.

En octubre de 2010, como continuación de los trabajos e informes realizados por el FMI a petición del G20 en sus reuniones de Pittsburgh en septiembre de 2009 y Toronto en junio de 2010, la Comisión Europea publica un comunicado en el que manifiesta su voluntad de establecer un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) junto con otra alternativa posible consistente en un impuesto sobre las actividades financieras. El ITF se plantea finalmente y a nivel europeo, como alternativa al impuesto sobre las actividades financieras propuesto por el FMI y para el que no había existido consenso global, según se puso de manifiesto en la reunión de Toronto.

La Comisión Europea publica en 2011 una primera propuesta de Directiva de ITF, de aplicación general en la Unión y con un triple obje-

tivo: primero, impedir la fragmentación del mercado único evitando distorsiones de competencia que pudieran surgir como consecuencia de iniciativas nacionales no coordinadas. Segundo, asegurar que el sector financiero contribuyera de forma justa y sustancial a las finanzas públicas y, por último, desincentivar aquellas transacciones financieras que no contribuyan a la eficiencia de los mercados financieros o al funcionamiento de la economía real, complementando el conjunto de medidas previstas para evitar futuras crisis.

Sin embargo, tampoco existió consenso general dentro de la Unión Europea para la implantación del impuesto de forma que, en octubre de 2012, 11 Estados Miembros anuncian en la reunión del ECOFIN su compromiso de introducir esta tasa mediante el procedimiento de cooperación reforzada.

Los once Estados Miembros son: Austria, Bélgica, Estonia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

El procedimiento de cooperación reforzada tiene que pasar por un proceso de aprobación que culmina en febrero de 2013 con el voto a favor del Consejo y una nueva propuesta de Directiva de Tasa sobre las Transacciones Financieras en el ámbito de esta cooperación reforzada. Esta segunda propuesta mantiene en gran medida los aspectos de la Directiva inicial, aunque limitando su jurisdicción a los Estados Miembros participantes.

El impuesto tiene en un principio un objetivo amplio, incluyendo las transacciones en todo tipo



de instrumentos financieros (acciones, renta fija y derivados), excluyendo únicamente el mercado primario y las operaciones de divisas. Aplica así mismo, a las operaciones realizadas tanto en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros sistemas de negociación como a las operaciones OTC. El impuesto grava además las transacciones brutas, de forma que aplica a la negociación intradía y no solo a la posición neta al final del día. En cuanto al sujeto pasivo, el impuesto grava aquellas transacciones en las que interviene una institución financiera, ya sea por cuenta propia o por cuenta ajena. El impuesto se aplica sobre las compras y las ventas y no prevé excepciones para los esquemas de creación de mercado.

Entre los cambios significativos que introduce esta segunda propuesta está la inclusión del criterio de emisión, que se suma al criterio de residencia ya previsto en la propuesta de 2011. La inclusión del criterio de emisión tiene por objeto evitar el efecto deslocalización. Supone que en el caso de que ninguna de las partes intervinientes en la transacción pertenezca a alguno de los Estados participantes, pero la operación se realice sobre un instrumento financiero emitido en alguno de estos, la transacción está sujeta al impuesto. Adicionalmente, se añade una cláusula anti-abuso para ADRs y activos similares. El criterio de residencia, implica que al menos una de las partes intervinientes en la operación debe estar establecida en un Estado Miembro de la UE y que la institución financiera, que es parte de la operación o actúa en la misma como intermediario, está establecida en el territorio de un Estado Miembro de UE. Este criterio incluye así mismo, el criterio de contraparte por el que una institución financiera establecida fuera de la UE pero que opera con una institución establecida en la UE, está sujeta al impuesto. Este último criterio es controvertido y ha sido puesto en entredicho por sus posibles efectos extraterritoriales.

En este sentido en abril de 2013, Reino Unido presentó una reclamación en relación con el ITF ante la Corte Europea de Justicia, planteando su preocupación sobre sus efectos extraterritoriales. Reclamación que fue rechazada en abril de 2014

alegando que iba dirigida a los elementos de un potencial impuesto y no a la autorización para establecer la cooperación reforzada que era el objeto de la acción del Reino Unido. Dado que la decisión del Consejo para autorizar la cooperación reforzada no contiene elementos sustanciales sobre el propio impuesto, los argumentos no fueron aceptados.

En diciembre de 2015, 10 de los 11 Estados (excluyendo a Estonia) alcanzaron un acuerdo político parcial sobre determinados aspectos del impuesto. Estos acuerdos incluyen que el impuesto se aplicará sobre todas las transacciones sobre acciones, incluyendo la operativa intradía, que la tasa se aplicará a la operativa realizada dentro de los países participantes y que se aplicará a los derivados con la base más amplia posible y un nivel bajo de porcentaje de forma que no suponga un impacto en el coste del préstamo soberano.

Tras múltiples debates y retrasos, en enero de 2016, fecha en la que estaba prevista la implementación de la primera fase del impuesto, se decide establecer como nueva fecha 2017. En junio de 2016, está previsto un acuerdo político completo sobre todos los aspectos del impuesto.

EL ORIGEN DEL IMPUESTO. DEFENSORES Y DETRACTORES

Una de las razones por la que generalmente se plantea la implantación de un impuesto sobre las transacciones, es la de mejorar la eficiencia de aquel mercado donde se aplica, mediante la reducción de la especulación a corto plazo, lo que a su vez permitiría una menor volatilidad dando relevancia a la valoración fundamental de la economía.

Este es el argumento utilizado por Keynes en 1936 y el objetivo principal de la tasa propuesta por Tobin en 1978 y aplicable al mercado de divisas. Ambos son pioneros en el debate sobre las ventajas e inconvenientes de la implementación de este tipo de gravámenes.

Es también uno de los argumentos de la Comisión Europea que, en su comunicado de



octubre de 2010 señalaba que la tasa podía contribuir a mejorar la eficiencia y estabilidad de los mercados financieros y reducir su volatilidad, así como los efectos dañinos de un nivel de riesgo excesivo. La implantación de un impuesto correctivo permitiría acotar al ámbito del sector financiero las externalidades negativas que para el resto de la economía genera la excesiva toma de riesgos por parte de este sector. Esta excesiva toma de riesgos viene a su vez motivada por factores como la ayuda estatal, actual o potencial, que da lugar a azar moral y por la información asimétrica sobre la estructura de remuneraciones que junto con la evolución macroeconómica contribuyeron a la crisis. La Comisión señalaba, sin embargo que debe demostrarse que el mencionado impuesto vaya a alcanzar su objetivo. Este impuesto forma además parte de un conjunto amplio de medidas encaminadas a mejorar la resiliencia y estabilidad del sistema financiero.

Entre los defensores del impuesto, Stiglitz (1989) y Summers y Summers (1989), consideran que una reducción de la especulación supondría una disminución de la volatilidad y una mayor eficiencia del mercado.

Entre sus detractores, Habermeier y Kirilenko (2003) y Schwert and Seguin (1993), indican que el impuesto podría reducir la liquidez y aumentar la volatilidad interfiriendo en el proceso de formación de precios.

Stiglitz, describe cuatro circunstancias bajo las que los Gobiernos suelen establecer tasas selectivas:

- 1) el bien tasado tiene una demanda altamente inelástica, por lo que la tasa tiene un efecto distorsionador escaso.
- 2) el bien gravado es un bien de lujo y, dado su consumo por solo una parte de la población, la reducción del mismo no supone un gran impacto.
- 3) el bien tasado está asociado a ciertos beneficios proporcionados por el gobierno (como la gasolina y las tasas aeroportuarias) y
- 4) el bien tasado tiene algunas características no deseadas (como el alcohol, el tabaco o el juego). En principio, según Stiglitz, este tipo

de impuestos introducen de forma frecuente distorsiones y pueden ser no equitativos.

En el contexto de los mercados de capitales, Stiglitz asume que el correcto funcionamiento de los mismos es esencial en las economías modernas con el fin de que las compañías puedan captar capital y que los riesgos puedan repartirse de una forma amplia.

En este contexto, el debate se centra en que un impuesto sobre el efectivo negociado podría desincentivar la especulación a corto plazo. Según Keynes, ésta no es únicamente no productiva desde el punto de vista social, sino que además interfiere en el eficiente funcionamiento de la economía dado que establece una distorsión entre el precio de mercado del activo y su valor fundamental. En línea con lo anterior, los argumentos de Stiglitz a favor de este tipo de impuesto son ligeramente distintos a los de Keynes, en tanto se adaptan a las economías modernas de bienestar pero conducen en gran medida a la misma conclusión.

Así, el ITF desincentiva el gasto excesivo en aquella actividad que busca la «obtención de renta», siendo de esta forma, este gravamen de tipo correctivo o pigouviano. La actividad que busca la obtención de renta, es una actividad a corto plazo cuya externalidad negativa viene generada por la diferencia que se establece entre el precio de mercado y el valor fundamental de las empresas y que, a su vez, distorsiona la toma de decisiones por parte de estas compañías. Esta actividad a corto plazo, aprovecha esos desequilibrios de información temporales mediante la inversión en innovación tecnológica que permite una mayor rapidez en los procesos de negociación. La implantación de esta innovación supone finalmente la obtención de la misma renta pero a un coste mayor, debido a que todos los intervinientes en el mercado acaban invirtiendo en tecnología.

Sin embargo, en contra de este argumento cuesta concebir los mercados actuales sin la inversión en tecnología. Inversión que no solo permite reducir los costes de operar a nivel global a todo tipo de inversores, sino que además ha



mejorado considerablemente el acceso global a la información, acceso que tiene lugar además de forma casi inmediata. Esta disponibilidad de la información facilita el proceso de valoración y de toma de decisiones en igualdad de condiciones por parte de todos los inversores que acceden al mercado.

Por otro lado, el objetivo de reducción de la volatilidad y el ajuste de precios al valor fundamental que persigue la reducción de la actividad a corto plazo, pueden ser contrarios al principio de eficiencia de los mercados, al limitar la capacidad de reacción por parte de los inversores, según la valoración que estos hagan de los activos, y pueden tener un impacto en la liquidez y en los niveles de riesgo.

Según Stiglitz, la tasa sobre las transacciones afecta principalmente a los operadores a corto plazo, aquellos que compran y venden en cortos periodos de tiempo y que tratan de batir al mercado. Estos son de dos tipos: los que hacen «ruido» y los que los siguen, aquellos que estudian el comportamiento de los primeros y toman decisiones contrarias tratando así de eliminar el ruido causado, es decir, los arbitrajistas.

Sin embargo, la introducción del impuesto también podría reducir la presencia en el mercado de otro tipo de operadores, tal y como señalan Song y Zhang, que aportan liquidez al mercado y permiten operar no solo a los operadores de corto plazo sino también a aquellos otros inversores de largo plazo. Al afectar el impuesto a la toma de decisiones de estos inversores de largo plazo, reducirían su presencia en el mercado. La disminución de la liquidez provocada por el efecto anterior se traduciría, en contra de lo buscado, en un incremento de la volatilidad.

LA EXPERIENCIA FRANCESA. LOS EFECTOS EN LOS MERCADOS DE VALORES

En agosto de 2012, entró en vigor el Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Francia. Este impuesto es de 0,20% aplicable en la adquisición de valores franceses con una capitalización

superior a los 1.000 millones de euros, independientemente de donde se realice la transacción, y no aplica a la actividad de los creadores de mercado. Otro aspecto relevante es que se aplica sobre las transacciones netas, es decir, sobre aquellas transacciones que supongan un cambio de propiedad de las acciones, no afectando por tanto a la actividad intradía.

Colliard y Hoffman (2013) llegan a la conclusión de que el efecto global del impuesto en la calidad del mercado se ve compensado por el hecho de que la caída que observan del volumen negociado, de entorno al 10%, y que va acompañada de un deterioro de la liquidez en términos de profundidad, resiliencia y eficiencia de precios, no va acompañada ni de cambios en la horquilla de compra-venta ni de cambios en la volatilidad. Explican sin embargo, que para aquellos valores que no tienen una actividad elevada de creación de mercado y, por tanto, una menor liquidez, la caída de volumen negociado se acerca al 20%. Se produce también para estos valores un aumento de la volatilidad y de las horquillas por el coste de selección adversa. Adicionalmente, el impuesto tiene un efecto expulsión de los inversores a largo plazo, medidos a través de los inversores institucionales, que reducen su actividad en el mercado en aproximadamente un 20%. Este efecto es tanto mayor en este tipo de inversores cuanto mayor sea la frecuencia con la que operan en el mercado.

Teniendo en cuenta, que el impuesto previsto a nivel europeo no incorpora ninguna excepción para la actividad de creación de mercado y aplica a la negociación intradía, según los aspectos anteriores, el impuesto podría tener un impacto en la liquidez del conjunto de valores a los que aplica. Adicionalmente, dada la disminución del volumen negociado que supone, la recaudación del impuesto podría ser menor de lo estimado.

Matheson (2011) señala que el ITF incrementa el coste de operar de manera similar a una ampliación de la horquilla de compra venta o al incremento de los cánones o corretajes. El efecto más significativo de este aumento de costes es la creación de una «zona de no negociación» («no



trade zone») alrededor de la asignación óptima de cartera, dentro de la que el inversor no ajustará su cartera ante cambios esperados en su rentabilidad, al ser la ganancia neta del movimiento inferior al coste de transacción asociado.

Debe tenerse en cuenta, por tanto, el impacto en la calidad del mercado y la disminución de volumen negociado que supondría la introducción del impuesto y que tendría un impacto inmediato sobre la recaudación del mismo.

Matheson indica que los modelos teóricos confirman generalmente que costes más altos de transacción, incluyendo los correspondientes al impuesto sobre transacciones, están asociados a menores niveles de precios. El mayor coste de transacción se traduce en un precio de compra más bajo, al exigir los inversores un mayor retorno por la tenencia del activo. Los costes de transacción más altos se traducen en un mayor coste de obtención del capital de aquellas entidades que emiten activos sujetos al impuesto.

Otro aspecto a tener en cuenta es la eficiencia asociada a la existencia de un mercado con valoración en tiempo real a la hora de comprar y vender activos y tomar decisiones de inversión. Matheson manifiesta que la reducción del volumen como consecuencia del impuesto, reduce así mismo la liquidez, lo que a su vez puede ralentizar el proceso de formación de precios, por el que la información se incorpora al valor de los activos en los mercados financieros.

En general y según los diferentes estudios, los efectos del impuesto sobre la volatilidad no son concluyentes y varían en función de la microestructura de mercado. Esta volatilidad puede reducirse por la menor presencia de intermediarios de corto plazo, como consecuencia de la implementación del impuesto. Sin embargo, el impuesto también desincentiva la presencia de otro tipo de inversores que contribuyen a que los activos alcancen su valor fundamental. En este segundo caso, el efecto del impuesto sería el de un aumento de la volatilidad. Un aspecto a tener en cuenta es que el impuesto o su impacto en el mercado afecta a todo tipo de inversores, al no establecer una distinción entre los distintos tipos de inversores.

Independientemente de que la introducción del impuesto reduzca o no la volatilidad o el volumen, hay que tener en cuenta que un aumento de la horquilla motivado por la incorporación del impuesto en la misma, supone un incremento del coste de operar para todo tipo de inversores y reduce por tanto la eficiencia del proceso de formación de precios. Adicionalmente, este efecto será tanto mayor cuanto mayor sea el importe del impuesto.

El estudio de la Comisión Europea (2014) acerca del posible impacto del impuesto francés en los volúmenes negociados, los niveles de precios y la volatilidad, llega a la conclusión de que no puede confirmarse que la introducción del impuesto en Francia haya provocado una caída de los precios ni que la volatilidad haya aumentado tras la introducción del impuesto. Sin embargo, sí se observa una disminución de cerca del 10% en la liquidez, entendiéndola como menor volumen negociado, especialmente como resultado de una caída relevante de los volúmenes alrededor de la fecha de entrada en vigor del impuesto. Si bien posteriormente se produjo una recuperación de los volúmenes, no se volvió a los volúmenes previos. Este efecto es especialmente significativo en la negociación de los valores de mayor capitalización y de elevada liquidez. Una posible explicación puede venir dada por el hecho de una mayor presencia de negociadores de alta frecuencia en estos valores y por la disponibilidad de productos sustitutivos y no gravados, como los derivados. El hecho de que aparentemente el impuesto no supone un impacto negativo en los precios de los activos, podría indicar que no incrementa el coste de capital aunque sí tiene un impacto en los volúmenes negociados y en la horquilla de compra y venta de los valores. Una posible explicación de la ausencia de impacto en los niveles de precios, puede ser el importe del impuesto, demasiado pequeño para desencadenar el efecto. Habría que tener en cuenta también como hipotética explicación adicional, la aplicación del impuesto a posiciones netas y no intradía, de forma que el segmento de mercado más sensible a precios queda fuera de gravamen mientras que el seg-



mento menos sensible a precios, de mayor largo plazo, acepta el impuesto.

Gomber et al (2014) aportan una nueva dimensión al debate, al incorporar en el análisis del impacto aspectos como la fragmentación y aparición de nuevas plataformas de contratación con la implementación de la Directiva MiFID, los desarrollos en tecnología como la aparición de los negociadores de alta frecuencia (HFTs) o los sistemas de encaminamiento de órdenes (Smart Order Routing) y nuevos esquemas de tarifas, como la tarifa «maker-taker». De su análisis no solo se deduce una disminución del volumen negociado (del 19% en términos de efectivo), una disminución de la profundidad del libro de órdenes y un incremento de la horquilla de precios, sino que también se observa un deterioro en la coordinación de precios entre distintos centros de negociación al aumentar el tiempo de ajuste ante cambios en el precio de los valores en una plataforma en el resto de plataformas. No observan, sin embargo, impacto en la volatilidad.

Otro aspecto relevante señalado por la Comisión es la importancia de implantar el impuesto en un contexto de coordinación global dado que una implantación de carácter nacional podría generar incentivos para el arbitraje fiscal y generar distorsiones entre los mercados financieros de la Unión. Esa falta de coordinación podría suponer además una doble imposición y una fragmentación del sector financiero que afectaría al funcionamiento del mercado único. Estas medidas implantadas en relación con el impuesto deben además situarse en el contexto de un conjunto más amplio de reforma del sistema financiero.

Los aspectos relativos a la deslocalización y el arbitraje fiscal adquieren mayor relevancia en el contexto actual de mercados globalizados, altamente automatizados y fragmentados.

En un principio, tal y como se ha comentado, el impuesto tenía por objeto una amplia cobertura en términos de instrumentos financieros y mercados. Sin embargo, la reducción paulatina de los tipos de instrumentos sujetos al impuesto incrementa el riesgo del efecto deslocalización y

de traslado de la negociación a productos sustitutos a los que no sea de aplicación.

LA EXPERIENCIA DE SUECIA

La experiencia sueca ilustra convenientemente el impacto que estos dos aspectos, el carácter local del impuesto y el ámbito de aplicación limitado, pueden tener en el sistema.

El Impuesto sobre Transacciones Financieras en Suecia entró en vigor en 1984 y estuvo vigente hasta 1991. En una primera fase, hasta 1989, aplicaba a las transacciones en acciones y derivados sobre acciones, a partir de esa fecha se incluyeron además activos de renta fija, bonos y notas, y los derivados sobre los mismos. Dado que el impuesto tenía como sujetos pasivos a los intermediarios financieros suecos, este no aplicaba ni a las transacciones no intermediadas ni a las que lo fueran por intermediarios extranjeros.

En 1986, el impuesto aplicable a las acciones se elevó del 1% (0,5% a la compra y 0,5% a la venta) al 2%. El impuesto sobre las opciones sobre acciones era del 1%. Según Farm siguiendo Umlauf (1993), este incremento del impuesto tuvo un impacto muy significativo en los valores suecos al producirse un desplazamiento del volumen negociado de alrededor del 60% a Londres, al no estar los intermediarios extranjeros sujetos al impuesto.

En 1989, la incorporación de los activos de renta fija también tuvo un impacto en el volumen negociado de estos activos, pero de naturaleza distinta. En la primera semana de su implementación se produjo una caída de aproximadamente el 85% en los bonos y del 98% en los futuros sobre notas y bonos. En el caso de la renta fija, se produjo un efecto sustitución al trasladarse el volumen negociado en bonos y letras a otro tipo de instrumentos no sujetos al impuesto.

Campbell y Froot (1994) proponen dos principios para racionalizar el impuesto sobre las transacciones en los diferentes tipos de activos. El primero de ellos consiste en que transacciones que dan lugar a patrones similares de *payoffs*



deberían pagar el mismo impuesto. Pero este principio es difícil de aplicar de forma consistente, por lo que en la práctica, la mayoría de los sistemas actuales de imposición aplican el segundo principio basado en que las transacciones que usan iguales recursos deben pagar el mismo impuesto.

EL CASO BRITÁNICO. LA *STAMP DUTY*

Dado que los impuestos incentivan a los individuos a cambiar su comportamiento, en el caso del impuesto sobre transacciones se materializa bien mediante la deslocalización de la negociación en otras jurisdicciones, mediante el traslado de la negociación a productos sustitutivos o no negociando y aceptando un cambio en los *payoffs* con objeto de reducir el impacto del impuesto. Campbell y Froot analizan los casos suecos y británico (*Stamp Duty*), mientras que el caso sueco se ve afectado tanto por la deslocalización como por el efecto sustitución, el caso británico solo por el efecto sustitución.

De esta forma, en el caso sueco, observan que durante el periodo 1988-1991 la proporción de volumen negociado en la Bolsa de Estocolmo en valores sin restricciones a la propiedad (aquellos que pueden estar en manos de inversores no suecos) solo alcanzaba 47% del volumen total negociado en Estocolmo, Londres y Nueva York.

La *Stamp Duty* británica, que se aplica a las compras de acciones, grava el registro de propiedad de un activo financiero. Aplica tanto al mercado primario como al mercado secundario. En el mercado primario, el emisor paga el impuesto cuando se emiten nuevas acciones. Existen también algunas excepciones a la actividad de los creadores de mercado registrados y a las coberturas de opciones sobre acciones o ejercicio de las mismas. La *Stamp Duty* aplica tanto a inversores nacionales como extranjeros que compren valores británicos al ser un impuesto que grava la transferencia de propiedad legal. El efecto sustitución puede producirse a través del uso de «nominees», ADRs o títulos al portador. En todos estos casos, sin embargo, la tasa aplicada cuando

se transfieren los títulos a estas figuras es mucho mayor que la estándar. Más recientemente el uso de derivados y, especialmente, de contratos por diferencias (CFDs) han tenido un efecto sustitución relevante que penaliza el volumen negociado en acciones y tienen impacto en su liquidez.

EL IMPUESTO ITALIANO

El impuesto italiano entró en vigor en dos fases, la primera en marzo de 2013 para las transacciones al contado y la segunda en septiembre de 2013 para las transacciones sobre instrumentos derivados. El impuesto grava las transacciones sobre acciones de compañías con una capitalización de al menos 500 millones de euros e instrumentos asimilables (como los ADRs) emitidos por compañías residentes en Italia, las transacciones sobre instrumentos derivados sobre acciones sujetas al impuesto y la negociación de alta frecuencia. El impuesto sobre acciones aplica al comprador y el de derivados al comprador y al vendedor. Al igual que en el caso francés, el impuesto se aplica sobre las transacciones netas al final del día. Para las acciones, tiene un importe del 0,1% para las transacciones realizadas en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMNs) y del 0,2% para las transacciones OTC. Para las transacciones sobre derivados se aplica un importe fijo en función del tipo de instrumento y del valor del contrato.

Rühl y Stein (2014) analizan el impacto del impuesto italiano teniendo en cuenta que éste se centra en el conjunto del mercado y poniendo el acento en la negociación de alta frecuencia, atendiendo a que este tipo de negociación contribuye a aumentar la liquidez y a reducir los costes de transacción. El estudio trata de identificar los efectos sobre el volumen negociado, los costes de transacción y la volatilidad, especialmente tras la puesta en marcha de la segunda fase del impuesto que incorpora la aplicación del mismo a las transacciones sobre derivados, sumándose así a las transacciones de contado. Y que un impacto del impuesto en el mercado de derivados puede tener así mismo impacto en el mercado de contado.



Llegan a la conclusión de que la introducción del impuesto ha supuesto un incremento de la volatilidad y de las horquillas de compra y venta. El impacto sobre el volumen negociado no es significativo, pudiendo ser una posible explicación que la reducción de volumen ya se produjera con la puesta en marcha de la segunda fase.

CONSECUENCIAS DE LA IMPLEMENTACIÓN DEL IMPUESTO

El informe de Oliver Wyman (2013) sobre la repercusión para los usuarios finales (inversores a largo plazo, gobiernos y empresas) del Impuesto sobre las Transacciones Financieras de la UE-11, prevé que aunque el impuesto no grava al usuario final este se verá impactado por dos vías. La primera es la repercusión del importe de los impuestos por parte del sistema financiero y, la segunda, es el incremento de los costes de transacción como consecuencia de la reducción de la liquidez.

El freno del flujo de efectivo anual, estimado entre 30.000 y 50.000 millones de euros debido al impuesto, se traducirá a su vez en una devaluación de los títulos valores emitidos por entidades de la UE-11, un encarecimiento de la captación de fondos a través del Mercado de Capitales como consecuencia del efecto anterior y un encarecimiento de la gestión de riesgos. Para el inversor final esto supone que las empresas tendrán unos costes anuales de entre 8.000 y 10.000 millones de euros (4-5% de los beneficios después de impuestos), que los gobiernos tendrán unos costes anuales de entre 15.000 y 20.000 millones de euros (aproximadamente el 1% de su emisión de deuda anual) y que los inversores afrontarán una pérdida de valor puntual de sus inversiones del 4-5% (disminución de entre 260.000 y 340.000 millones de euros en el valor de los activos) además de unos costes de entre 5.000 y 15.000 millones de euros debido a unos mayores costes de gestión del riesgo.

En el caso concreto del mercado español y según el análisis promovido en 2012 por la Fundación Impuestos y Competitividad para com-

plementar su estudio *Nuevos Gravámenes al Sector Financiero*, llevado a cabo por el catedrático de la UNED D. José María Labeaga, la implantación del Impuesto sobre las Transacciones Financieras tendría un efecto negativo sobre los volúmenes negociados de entre un 3% y un 8% en el corto plazo. Mientras que en el largo plazo, considerando este como un año, supondría una reducción de entre el 30% y el 50% en el volumen negociado.

CONCLUSIONES

Como conclusiones a todo lo anterior, debe tenerse en cuenta que si bien la introducción del impuesto puede reducir la volatilidad, el impacto en la liquidez y en el proceso de formación de precios podrían contrarrestar el efecto de esa reducción en los niveles de riesgo. En este aspecto es clave el diseño del impuesto teniendo en cuenta que los mercados financieros actuales son plenamente electrónicos, que existe una diversidad de plataformas de negociación y que resulta difícil distinguir entre distintos tipos de inversores como objeto del impuesto. Estos aspectos deben ser todavía más tendidos en cuenta cuando no queda suficientemente contrastada la efectividad del impuesto en cuanto al objetivo que persigue

En este sentido, los aspectos anteriores unidos al hecho de que el impuesto no se aplique de forma global en la Unión Europea o incluso más allá, introduce, según se ha comentado, un riesgo de deslocalización de la contratación a otras jurisdicciones que se añade al riesgo de sustitución por productos a los que no aplique el impuesto.

La microestructura del mercado, los tipos de producto a los que aplique, el importe del impuesto y su ámbito de aplicación son relevantes a la hora de determinar el impacto sobre el volumen negociado. Una reducción significativa del mismo supondría un deterioro de la calidad del mercado y condicionaría además la recaudación del impuesto. Tendrá así mismo un impacto sobre la competitividad del mercado.



Deberán tenerse en cuenta además otros efectos como el posible incremento del coste de capital y su impacto sobre la inversión productiva.

El tiempo transcurrido y los debates suscitados sobre el impuesto, parecen ser un reflejo de los aspectos anteriores y de la dificultad de encontrar una respuesta adecuada.

ANEXOS:

CRONOLOGÍA:

Octubre de 2009: El Parlamento Europeo crea el Comité Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social (CRIS) para evaluar las causas, impacto y extensión de la crisis europea. Su mandato previsto por un plazo de un año se extiende en junio de 2010 hasta el 31 de julio de 2011.

Marzo de 2010: El Parlamento adopta la Resolución por la que se solicita a la Comisión Europea y al Consejo Europeo que investiguen los potenciales impactos y beneficios de un impuesto sobre las transacciones europeo.

7 de octubre de 2010: Comunicado de la Comisión Europea sobre impuestos al sector financiero.

22 de febrero de 2011: La Comisión Europea lanza una consulta pública sobre sobre impuestos al sector financiero.

28 de septiembre de 2011: Primera propuesta de Directiva.

22 de junio y 10 de julio de 2012: En las reuniones del Consejo se pone de manifiesto que no hay consenso para la implementación del impuesto en el conjunto de la UE. Se plantea el procedimiento de cooperación reforzada que requiere el apoyo de al menos 9 países miembros.

1 de agosto 2012: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras en Francia.

23 de octubre de 2012: La Comisión Europea respalda a 10 Estados Miembros (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España. Estonia queda pendiente de aprobación por su Parlamento) para adoptar el impuesto sobre transacciones finan-

cias bajo la cooperación reforzada y hace una propuesta para Decisión del Consejo.

22 de enero 2013: El Consejo autoriza el establecimiento de la cooperación reforzada.

14 de febrero de 2013: La comisión Europea adopta la segunda propuesta de Directiva bajo el procedimiento de cooperación reforzada.

1 de marzo de 2013: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras al contado en Italia.

18 de abril del 2013: El Gobierno británico presenta un recurso ante el Tribunal Europeo de Justicia sobre la decisión del Consejo de 22 de enero afirmando que esta decisión autorizaba una legislación con efectos extraterritoriales.

1 de septiembre de 2013: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras para instrumentos derivados en Italia.

1 de enero de 2014: La entrada en vigor del impuesto estaba prevista para esta fecha pero dada la falta de consenso, se pospone.

30 de abril de 2014: El Tribunal Europeo de Justicia desestima el recurso de Reino Unido. Dado que la implementación del impuesto no ha sido acordada, el Tribunal solo puede valorar el recurso en lo relativo a la cooperación reforzada.

18 de diciembre de 2015: 10 de los 11 Estados Miembros (excluyendo Estonia) alcanzan un acuerdo político global sobre determinados aspectos del impuesto entre los que figuran:

- Para las acciones, aplicará a todas las transacciones, incluyendo la operativa intradía, tendrá en cuenta todas las transacciones en la cadena (salvo agentes y miembros compensadores), se establecerá un esquema limitado de exención para los creadores de mercado. En cuanto al ámbito territorial y siguiendo la propuesta de la Comisión debe determinarse si en una primera fase se aplicará a las transacciones en acciones emitidas en los Estados participantes.
- Para los derivados, el impuesto será de aplicación en sentido amplio sin impactar en el coste del préstamo soberano y con una tasa en función del tipo de producto.



El ámbito territorial será el propuesto por la Comisión.

1 de enero de 2016: Para esta fecha estaba prevista la implementación de la primera fase del impuesto. Se pospone nuevamente y se fija nueva fecha de implementación para 2017

Junio 2016: Fecha prevista de acuerdo político sobre todos los aspectos del Impuesto sobre Transacciones Financieras.

31 de diciembre 2016: La Comisión Europea presentará un primer informe, y en su caso propuestas, al Consejo sobre la aplicación del impuesto. Los informes siguientes se elaborarán cada 5 años.

EL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES ITALIANO

Entrada en vigor: 1 de marzo de 2013 para acciones y 1 de julio de 2013 para derivados

Territorialidad: Basado en la residencia del emisor

Sujeto pasivo:

- Comprador final para acciones
- Contrapartes que intervienen en la transacción para derivados

Ámbito de aplicación:

- Transmisión de acciones emitidas por compañías italianas
- Transmisión de instrumentos que representen activos del punto anterior (ADRs y GDRs) independientemente del emisor
- La transmisión de acciones a través de bonos convertibles
- Derivados: Aplica a un conjunto amplio de productos
- Negociadores de Alta frecuencia (HFT): 0,02% del valor de las órdenes modificadas o canceladas (con un umbral del 60% sobre el total de órdenes)

No aplica a:

- Transmisión de acciones mortis causa o mediante donación
- Transacciones de mercado primario
- Conversión de bonos en acciones nuevas
- Transacciones de financiación (préstamo de valores o transacciones de recompra)
- Transmisión de acciones admitidas en mercados regulados o SMNs con una capitalización neta inferior a 500 millones de euros
- Bonos e IICs

Excepciones:

- Creadores de Mercado y proveedores de liquidez
- Fondos de pensiones
- Transacciones en las que interviene el BCE, un banco central y entidades u organismos internacionales para los que haya un acuerdo
- Transacciones entre empresas del mismo grupo

Tasa aplicable acciones:

- General: 0,20% del valor de la transacción (OTC)
- Transacciones en mercados regulados y SMNs: 0,10%

Tasa aplicable derivados: Importe fijo en función del tipo de instrumento y su valor nominal (reducción del 20% si se realiza en mercados regulados o SMNs)

Base del Impuesto: Saldo neto de compras y ventas por sujeto pasivo e instrumento al final del día (no aplica a la operativa intradía)

EL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FRANCÉS

Entrada en vigor: 1 de agosto de 2012



Territorialidad: Basado en la residencia del emisor

Sujeto pasivo: Comprador de las acciones

Ámbito de aplicación:

- Adquisición de acciones emitidas por compañías francesas con una capitalización superior a 1000 millones de euros e instrumentos similares
- Transmisión de instrumentos que representen activos del punto anterior (ADRs y EDRs) independientemente del emisor
- Conversión, intercambio, suscripción de bonos que supongan la adquisición de instrumentos sujetos al impuesto
- CDS sobre deuda soberana de la UE
- Negociadores de Alta frecuencia (HFT): 0,01% del valor de las órdenes modificadas o canceladas (con un umbral del 80% sobre el total de órdenes)

No aplica a.

- Derivados (opciones, futuros y warrants)
- ETFs, FCPs y Sicavs

Excepciones:

- Creadores de Mercado y acuerdos de proveedor de liquidez
- Transacciones de mercado primario
- Transacciones de financiación (préstamo de valores o transacciones de recompra)
- Transacciones llevadas a cabo por una cámara de compensación o un CSD
- Transacciones entre empresas del mismo grupo

Tasa aplicable acciones: 0,20% del valor de la transacción para acciones

Base del Impuesto: Posición neta compradora por sujeto pasivo e instrumento al final del día (no aplica a la operativa intradía)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Campbell J.Y. and Froot K.A. (1994) International Experiences with Securities Transaction Taxes. The Internationalization of Equity Markets. National Bureau of Economic Research.
- Capelle-Blancard G. y Havrylchuk O (2014). Securities Transaction Tax and Market Behavior: Evidence from Euronext.
- Coelho, Maria, (2014). Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes.» *Manuscript*. University of California, Berkeley, Berkeley, CA.
- Colliard, J-E y Hoffmann, P. (2015). The impact of financial transaction taxes: new evidence. ECB Research Bulletin. N 22. Summer 2015. P 17-20.
- Colliard, J-E y Hoffmann, P. (2013). Sand in the Chips? Evidence on Taxing. Transactions in Modern Markets. EUROFIDAI finance meeting.
- Contreras, C y Contreras, M (2014) El impuesto sobre transacciones financieras como impuesto Pigouviano: introducción a una controversia. *Análisis Financiero*, n. 127, primer cuatrimestre 2015, p. 60-92.
- Court of Justice of the European Union. Press Release No 65/14. Luxembourg, 30 April 2014. Judgment in Case C-209/13 United Kingdom v Council.
- Davila, Eduardo (2013), Optimal Financial Transaction Taxes.
- Davis, J. [et al.] (2013) Repercusión para los usuarios finales del Impuesto sobre las Transacciones Financieras de la UE-11. Oliver Wyman.
- European Commission (2014): Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? – A trend analysis
- European Commission, 2010b. Communication on Taxation of the Financial Sector. Communications of the European Commission COM (2010) 549 final. European Commission, Brussels, Belgium.



- European Commission (2013). Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax. Commission Staff Working Document SWD (2013) 28 final. European Commission, Brussels, Belgium.
- European Commission: Taxation and Customs Union. Taxation of the financial sector.
- Färm G. MEP The Relevance of the Swedish Case in the Current FTT Debate *S&D spokesman on Budget policy*.
- Gomber P. [et al.] Securities transaction tax in France: impact on market quality and inter-market price coordination. Frankfurt. Goethe University. White Paper Series. N 11.
- Habermeier, K., and Kirilenko, A. (2001) Securities transaction taxes and financial markets, IMF Working Papers.
- Hemmelgarn, T. [et al.] (2016) Financial Transaction Taxes in the European Union. Taxation Papers. Working Paper N. 62. European Commission.
- Keynes, J. M. (1936), «General Theory of Employment, Interest Rates and Money» New York: Harcourt Brace & World.
- KPMG. Euro Tax Flash. EU Tax Centre. Issue 225 – April 30, 2014.
- Labeaga J.M. (2012) Análisis del Impacto Económico del Establecimiento de Impuestos al Sector Financiero. Departamento de Análisis Económico. UNED.
- Losada R. Un análisis sobre el diseño y el impacto del impuesto a las transacciones financieras propuesto por la Comisión Europea. CNMV. Boletín Trimestral I/2013.
- Matheson, T.(2011): «Taxing financial transactions: Issues and evidence,» IMF Working Paper 11/54.
- Market Structure Partners: European Financial Transaction Tax Timeline.
- Mendoza V., Moral JM y Romero V. (2012) Nuevos Gravámenes al Sector Financiero. Fundación Impuestos y Competitividad.
- Oxera (2007), «Stamp Duty: Its Impact and the Benefits of its Abolition,» Technical Report.
- Pigou, A.C. (1920) The Economics of Welfare
- PWC: Financial Transaction Taxes. <http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/financial-transaction-taxes.html>
- Rühl, Tobias R., and Stein, M. (2014). «The Impact of Financial Transaction Taxes: Evidence from Italy.» *Economics Bulletin* 34 (1), 25–33.
- Schwert, W., and Seguin, P. J. (1993) Securities transaction taxes: An overview of costs, benefits and unresolved questions, *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, pp. 27-35.
- Stiglitz, J. (1989) «Using tax policy to curb speculative shortterm trading», *Journal of Financial Services Research*, 3(2-3), 101–115.
- Song, F. M. and Zhang, J. (2005), Securities Transaction Tax and Market Volatility. *The Economic Journal*, 115: 1103–1120.
- Summers, L. H., and Victoria P. Summers. (1989). When financial markets work too well: A cautious case for a securities transactions tax. *Journal of Financial Services Research* 3:261-86.
- Tobin, J. (1978): A Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal*, 4(3-4), 153{159.
- Umlauf, S. R., (1993). Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market. *Journal of Financial Economics* 33 (2), 227–240.