



AMBROMOBILIARE

Tobin Tax e gettito fiscale: un'ipotesi di impatto sull'industria del risparmio gestito

- *La Tobin Tax è un'imposta sui trasferimenti di azioni e strumenti partecipativi nel territorio italiano, introdotta nel 2013 con l'obiettivo di stabilizzare i mercati ed aumentare il gettito fiscale.*
- *Dalla sua introduzione, il gettito della Tobin Tax (ca. € 413 Mln nel 2021) è stato inferiore rispetto alle stime iniziali (€ 1 mld/anno).*
- *Quali sono stati gli effetti della Tobin Tax sugli scambi azionari della Borsa di Milano? Ha realmente incrementato il gettito fiscale? Come mai la cd «market cap.» della Borsa di Milano è cresciuta, il risparmio gestito è raddoppiato, ma il controvalore degli scambi è quasi dimezzato?*
- *Con il presente rapporto Ambromobiliare propone una propria ipotesi che prende in considerazione i) l'evoluzione della «market cap.» e degli scambi azionari sulla Borsa di Milano (prima e dopo l'introduzione dell'imposta), ii) il confronto della capitalizzazione di borsa e del controvalore dei volumi scambiati della Borsa di Milano con i principali listini europei esenti da Tobin Tax e iii) le principali grandezze economiche dell'industria dei servizi di gestione del risparmio, simulando uno scenario «no Tobin Tax».*
- *Dall'analisi si evincerebbe che l'introduzione della Tobin Tax nel 2013 potrebbe essere stata una delle cause della riduzione gli scambi azionari. Inoltre, l'imposta non solo non avrebbe incrementato il gettito fiscale, ma avrebbe determinato una contrazione dei ricavi dell'industria dei servizi di gestione del risparmio e della filiera ad essa collegata.*



La Tobin Tax

- L'art. 1 (commi 491-500) della legge n. 228 del 2012 ha istituito in Italia un'imposta sulle transazioni finanziarie a partire dal 1 marzo 2013, la c.d. **Tobin Tax**.
- Tale **imposta** viene **applicata** ai **trasferimenti** di proprietà di **azioni** e **strumenti finanziari partecipativi** emessi da imprese residenti nel territorio italiano.



Quali azioni sono soggette alla Tobin Tax?

- a. Tutte le **transazioni** su **azioni** di **Società quotate italiane** aventi **capitalizzazione Euro +500 mln** (al 30 Novembre di ogni anno), a prescindere dal Paese dal quale proviene l'ordine o del mercato in cui tali società sono quotate;
- b. tutte le **Società non quotate**, anche se poco capitalizzate.



Quale aliquota viene applicata?

- L'**aliquota** prevista per le **transazioni** su **azioni quotate** è dello **0,10%** sul controvalore del saldo netto positivo a fine giornata.
- È prevista un'**aliquota** dello **0,20%** per le **azioni non quotate**.
- È prevista un'**aliquota** dello **0,02% sul cd. «High Frequency Trading»** effettuate sul mercato azionario italiano.



Ci sono operazioni esenti?

- La **tassa non viene applicata** sulle **operazioni aperte e chiuse** nella **stessa giornata**.
- L'applicazione della tassa, per le sole azioni, avviene sul saldo netto di fine giornata relativo allo stesso strumento finanziario, vale a dire per le sole operazioni che a fine giornata generano un saldo positivo rispetto al saldo precedente



Fonte: Fineco Bank, Tobin Tax - <https://help.finecobank.com/it/mercati-e-trading/tobin-tax.html>.

Il gettito fiscale della Tobin Tax

- Secondo le stime, il **gettito fiscale** generato dalla **Tobin Tax** nel **2021** è stato di ca. **Euro 413 mln**, ben **lontano** dagli **Euro 1 mld** annui **previsti** dal «**Governo Monti**» nel 2012 (stima poi rivista ad Euro 800 mln).
- Di seguito viene riportato un grafico che mostra alcuni *trend* del mercato di Borsa Italiana prima e dopo l'introduzione della Tobin Tax (2013):



Dati (€/Mln)	2012	2013	...	2017	2018	2019	2020	2021
Gettito TOBIN TAX	n/a	260 ⁽¹⁾ ⁽²⁾	...	432	429	353	364	413
Maket Cap Borsa Milano	365.466	446.641	...	640.028	542.363	644.441	606.505	768.812
Patrimonio Gestito	1.199.186	1.332.436	...	2.089.138	2.016.693	2.305.976	2.421.478	2.582.514
Controvalore volumi azionari scambiati	1.012.560	1.080.579	...	629.000	626.000	547.000	604.984	613.000
Rapporto controvalore volumi scambiati / Market Cap	277,1%	241,9%	...	98,3%	115,4%	84,9%	99,8%	79,73%

⁽¹⁾ Primi 10 mesi 2013 Fonte: Elaborazione Ambromobiliare e Mit Sim su: MEF – Bollettini statistici sulle entrate tributarie; ASSOSIM – Statistiche e Comunicati stampa; Borsa Italiana – Statistiche e comunicati stampa; ASSOGESTIONI – Statistiche e Comunicati Stampa.

⁽²⁾ Ai fini del calcolo del gettito della Tobin Tax, non sono state prese in considerazione le imposte applicate sulle transazioni di società non quotate in quanto non influiscono significativamente nel calcolo finale.

Principali evidenze empiriche



I **volumi scambiati** prima dell'introduzione della Tobin Tax superavano Euro 1.000 mld all'anno; **dopo l'introduzione** della **Tobin Tax**, nonostante la crescita del valore della Borsa di Milano, hanno subito una **significativa riduzione**.
(-39,4% nel periodo 2012 – 2021).

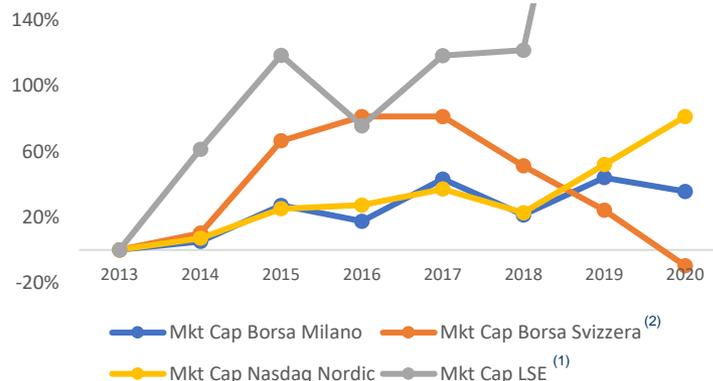


Il **gettito fiscale** si è progressivamente **ridotto** nel tempo, **allontanandosi** dall'iniziale **obiettivo** di **Euro 1 miliardo** inizialmente previsto dal Governo nel 2012 (obiettivo poi ridotto a 800 mln).

Confronto con i principali listini europei esenti da Tobin Tax

- Per avere un ulteriore paragone, si è proceduto ad effettuare un **confronto con i principali listini europei**.
- Di seguito, sono stati raccolti i dati delle principali borse europee **esenti dalla Tobin Tax**. I listini selezionati per un confronto con la Borsa di Milano sono: *London Stock Exchange*, *SIX Swiss Exchange* e *Nasdaq Nordic*.
- Per ciascun listino, si è proceduto a raccogliere i dati relativi alla **capitalizzazione di borsa** e al **controvalore dei volumi scambiati**, entrambi per il periodo dal 2013 al 2020. Si è scelto di escludere il 2021 a causa delle conseguenze legate all'avvio della Brexit nel Regno Unito.
- Di seguito vengono riportati i grafici che mostrano i *trend* dei mercati selezionati **dal 2013 al 2020**:

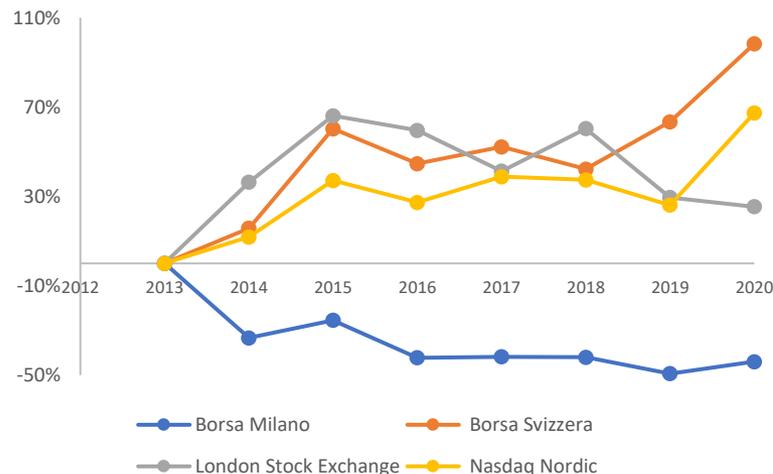
Capitalizzazione di Borsa



(1) Nel biennio 2019-2020, il *London Stock Exchange* ha ottenuto una variazione della *market cap* rispettivamente del +348% e del +424%.

(2) Nel corso del 2021, la *market cap* della Borsa Svizzera ha registrato un incremento del +34% rispetto al 2013.

Controvalore volumi azionari scambiati



- I risultati mostrano come la **market cap sia pressoché aumentata** in tutti i listini, ad eccezione della Borsa Svizzera.
- Per quanto riguarda i volumi scambiati, tutti i listini selezionati esenti dalla Tobin Tax, hanno riportato una variazione % positiva. **La Borsa di Milano è stata l'unica piazza a registrare un decremento** del controvalore dei volumi scambiati. Ciò andrebbe a rafforzare ulteriormente la tesi secondo cui l'introduzione della Tobin Tax sia stata una (sicuramente non l'unica) delle cause della diminuzione degli scambi azionari, e questo nonostante un incremento del valore dell'intera borsa.

Le dinamiche del mercato borsistico post Tobin Tax

evidenze ed incongruenze



Dai dati riportati, si evidenziano alcune incongruenze:

- Dall'introduzione dell'imposta **gli scambi** sulla Borsa di Milano **si sono ridotti**, **nonostante** nello stesso arco temporale **la capitalizzazione di borsa sia aumentata e il risparmio** dato in gestione agli operatori professionali **sia quasi raddoppiato**.

- Allo stesso tempo, sembrerebbe che gli investitori si siano spostati verso investimenti azionari esteri e **strumenti esenti dalla Tobin Tax (es. ETF)**.



La Tobin Tax ha incrementato il gettito fiscale complessivo?

Un'ipotesi di studio

- Al fine di verificare l'impatto della Tobin Tax sul gettito fiscale e le sue conseguenze sul mercato borsistico italiano, Ambromobiliare ha definito un'ipotesi di scenario esente da Tobin Tax. Le evidenze e le incongruenze precedentemente riportate possono anche derivare da altre cause che tuttavia, allo stato attuale, non sono ancora state evidenziate da alcuno studio/pubblicazione in merito.
- Lo scenario «no Tobin Tax» ipotizzato da Ambromobiliare** si basa sull'ipotesi che **il volume degli scambi azionari** e il relativo controvalore **seguano l'evoluzione del mercato borsistico**, come usualmente avviene sui mercati finanziari. Pertanto, abbiamo ipotizzato che il controvalore degli scambi azionari cresca proporzionalmente al crescere della capitalizzazione di borsa.
- Parallelamente, sempre in ipotesi di assenza di Tobin Tax, si è ipotizzato che anche la crescita del patrimonio gestito da operatori professionali contribuisca ad una crescita corrispondente degli scambi su borsa.
- In relazione a tale scenario, sono state prese in considerazione e calcolate le seguenti grandezze economiche:



Ricavi da commissioni

I mancati ricavi da commissioni per servizi finanziari, collocamento e di intermediazione, ipotizzando una crescita dei volumi scambiati in linea con la crescita della *market cap* di Borsa Italiana.



Ricavi accessori

I mancati ricavi derivanti da servizi accessori e complementari, nonché i ricavi derivanti dall'indotto di filiera.



Mancato gettito IRPEF

Il mancato gettito IRPEF derivante dalle mancate assunzioni di personale (a causa del minor volume d'affari) da parte dell'industria dei servizi di gestione del risparmio e della sua filiera.



Mancato gettito IRES

Il mancato gettito IRES derivante dai maggiori utili ante-imposte (che sarebbero stati generati in Italia qualora gli scambi fossero aumentati e rimasti sulla Borsa di Milano).

- Ai fini del calcolo del mancato gettito fiscale in uno scenario «**no Tobin Tax**», abbiamo stimato i ricavi derivanti:
 - dai maggiori volumi scambiati in assenza della Tobin Tax e
 - dai maggiori ricavi derivanti dalla filiera collegata all'industria dei servizi di gestione del risparmio.

Calcolo delle variazioni del gettito: scenario no Tobin Tax (1/2)

- Come base per il calcolo del gettito fiscale, abbiamo preso in considerazione le seguenti grandezze economiche (definite secondo la metodologia per cui si rimanda all'Appendix):



Industria dei servizi di gestione del risparmio – 2021		
Include banche d'investimento, Sim, S.G.R., reti di promotori, ecc..		
 € 24,0 mld Ricavi	 € 19,9 mld Valore Aggiunto	
€ 19,2 mld Costo pers. diretto	€ 3,6 mld Utile pre-tax	€ 2,6 mld Utile d'esercizio



Filiera collegata industria servizi di gest. risparmio – 2021	
Include un insieme di imprese / professionisti non facilmente circoscrivibili a causa dell'eterogeneità dell'industria: <i>software houses</i> , contabilità, editoria e comunicazione, ecc..	
 € 4,0 mld Ricavi	 € 2,2 mld Costo pers. diretto
 € 0,4 mld Utile pre-tax	 € 0,3 mld Utile d'esercizio

Fonte: Elaborazione Ambromobiliare e Mit Sim.

- Sulla base dei dati relativi al costo del personale e degli utili societari lordi del settore, è stato calcolato il gettito relativo alle imposte dirette (IRPEF: 28,0%; IRES: 27,5%).
- Per semplicità di calcolo, non sono state prese in considerazione altre forme di imposizione fiscale: il risultato è una stima conservativa del gettito.
- Abbiamo quindi **stimato** un **gettito fiscale** da parte dell'**industria dei servizi di gestione del risparmio** e della relativa filiera di ca. **Euro 5,5 mld annui**.

Calcolo delle variazioni del gettito: scenario no Tobin Tax (2/2)

Dati (€/Mln)	2012	2013	....	2017	2018	2019	2020	2021
Gettito TOBIN TAX	0	260 ⁽¹⁾	432	429	353	364	413
Mkt Cap Borsa Milano	365.466	446.641	....	640.028	542.363	644.441	606.505	768.812
Volumi azionari scambiati	1.012.560	1.080.579	....	629.000	626.000	547.000	604.984	613.000
Patrimonio Gestito	1.199.186	1.332.436	....	2.089.138	2.016.693	2.305.976	2.421.478	2.582.514
Volumi scambiati/Market Cap	277,06%	241,93%	....	98,28%	115,42%	84,88%	99,75%	79,73%

(1) primi 10 mesi 2013

Scenario no Tobin Tax: crescita volumi scambiati proporzionale alla crescita senza Tobin Tax
2.130.070

► Calcolati replicando il rapporto:
Controlvalori volumi scambiati 2012 / Mkt Cap 2012

Scenario no Tobin Tax: importo complessivo della differenza dei volumi scambiati
1.517.070

► Calcolati come differenza tra: Controlvalore volumi teorici 2021 – Controlvalore volumi effettivi 2021.

Scenario no Tobin Tax: Ricavi derivanti dai maggiori scambi (€/Mln)
1.517

► Per il calcolo dei ricavi derivanti dalle commissioni di intermediazione, abbiamo applicato una commissione pari allo 0,10% sul controlvalore delle transazioni.

Tabella di sintesi (€/Mln)	
Perdita Volumi scambiati teorici 2021 rispetto al 2012	1.517.070
Ricavi persi per mancate commissioni di intermediazioni	1.517
Ricavi persi per mancati introiti da indotto	3.322
Ipotetico gettito IRPEF	779
Ipotetico gettito IRES	226
Totale mancato gettito loro	1.005
Gettito Tobin Tax	413
Totale perdita gettito netto	592

Principali evidenze (2021)



L'industria dei servizi di gestione del risparmio ha perso oltre **Euro 1.517 mln** derivanti da commissioni di intermediazione.



Si stima che la **Tobin Tax** abbia determinato una **perdita di imposte dirette (IRPEF e IRES)** per **Euro 1.005 mln**.



L'ipotetica **perdita netta di gettito fiscale** per lo **Stato** italiano nel solo 2021 ammonterebbe a **ca. Euro 592 mln**.

Fonte: Elaborazione Ambromobiliare e Mit Sim su: MEF – Bollettini statistici sulle entrate tributarie; ASSOSIM – Statistiche e Comunicati stampa; Borsa Italiana – Statistiche e comunicati stampa

Conclusioni



Riduzione scambi azionari

Nonostante la crescita del valore della Borsa di Milano, gli **scambi azionari** hanno subito una **significativa riduzione dopo l'introduzione** della Tobin Tax (-39,4%: Δ controvalore volumi scambiati 2021–2012). Confrontando le dinamiche relative ai volumi di risparmio e altre forme di investimento, **la Tobin Tax potrebbe essere considerata una delle cause – probabilmente non l'unica -** della riduzione degli scambi. Ambromobiliare propende a indicare l'esistenza di una correlazione tra i due andamenti



Minori ricavi industria dei servizi gestione del risparmio

Ipotizzando l'assenza della Tobin Tax e stimando una crescita dei volumi scambiati proporzionale alla crescita del valore di Borsa, risulta che i **mancati ricavi** derivanti da **commissioni di intermediazione** siano ca. **Euro 1.517 Mln.**



Minor gettito fiscale complessivo

Considerando i minori ricavi da commissioni e da servizi accessori, si ipotizza che la **Tobin Tax potrebbe aver determinato – conservativamente - una perdita di imposte dirette per Euro 1.005 Mln** per lo Stato italiano nel 2021. in questo caso, la **perdita netta di gettito fiscale**, ammonterebbe a ca. **Euro 592 Mln.**



Tutela del risparmio

Oltre ad aver effettuato un calcolo conservativo della perdita fiscale, è opportuno aggiungere che non è stato considerato (perchè difficilmente quantificabile) la **perdita** in termini di **politica a tutela dei risparmio italiano**, che dopo l'introduzione della Tobin Tax, a titolo esemplificativo, ha visto lo **spostamento** degli **scambi** su **strumenti finanziari partecipativi esteri.**



Perdita know-how

La **mancata crescita dell'industria dei servizi di gestione del risparmio** ha come conseguenza la **perdita del know-how, delle competenze e delle risorse umane** derivante dalla «emigrazione» delle professionalità nei Paesi in cui vengono spostati gli scambi e il giro d'affari legato a tale industria.

Identificazione grandezze economiche dell'industria dei servizi di gestione del risparmio

Identificazione grandezze economiche dell'industria dei servizi di gestione del risparmio (1/2)

- Per l'identificazione delle grandezze economiche 2020 dell'industria dei servizi di gestione del risparmio (che hanno costituito la base per il calcolo del gettito fiscale) abbiamo adottato la seguente metodologia:



industria dei servizi di gestione del risparmio

- Sono state selezionate banche d'investimento, di gestione e *trading*, SIM, SGR, reti di promotori, Società di revisione, società di *advisory* e studi legali specializzati in ECM.
- È stata effettuata un'analisi sulla base dei codici ATECO e dei bilanci 2020 ottenuti da Cerved e riclassificati tramite Aida.
- Per gli studi legali e professionali sono stati effettuate interviste e analisi comparative.
- Sono state inoltre effettuate analisi comparative con i dati statistici di Borsa italiana, Assogestioni, Assosim e Bankitalia.
- La stima delle grandezze economiche risulta essere molto conservativa: a titolo esemplificativo, non include i dati di entità quali banche estere che, pur operando in Italia, non depositano il bilancio.



Filiera collegata industria servizi di gestione del risparmio

- L'industria dei servizi di gestione del risparmio si «trascina» una filiera non facilmente circoscrivibile a causa della sua eterogeneità, il cui andamento dipende anche da quello dell'industria finanziaria: consulenti, *software houses* comunicazione specializzata, gestori immobiliari, ecc..
- Le grandezze economiche della filiera sono state definite attraverso:
 - a. l'utilizzo di banche dati (Cerved ed Aida);
 - b. stime effettuate attraverso interviste a professionisti dell'industria finanziaria;
- Anche in questo caso, vista l'eterogeneità del settore e l'impossibilità di includere correttamente tutti gli attori coinvolti, la stima risulta essere conservativa.

- Infine, per il calcolo del gettito fiscale dell'industria dei servizi di gestione del risparmio (stimato in Euro ca. 5,5 mld nel 2020), sono state prese in considerazione solo l'IRPEF (28,0%) e l'IRES (27,5%).
- Per semplicità di analisi non sono state prese in considerazione altre forme di imposizione fiscale. Pertanto, anche tale assunzione fa sì che il calcolo del mancato gettito fiscale complessivo in assenza della Tobin Tax risulti essere ancora più conservativo.

Identificazione grandezze economiche dell'industria dei servizi di gestione del risparmio (2/2)

Settore "industria dei servizi finanziari e gestori del risparmio" - Dati economici 2021 (€/Mln)

	Stima grandezze economiche 2021 effettive	Stima grandezze economiche 2021 scenario no Tobin Tax	Delta
Industria servizi finanziari <i>stand alone</i>			
Ricavi medi	24.000	25.517	1.517
Valore aggiunto prodotto	19.680	20.924	1.244
Costo del personale diretto	15.120	16.076	956
Utile Anteimposte	3.600	3.828	228
Utile Netto	2.610	2.775	165
IRES & altro	990	1.053	63
IRPEF	4.234	4.501	268
Totale Delta tassazione industria stand alone			331
Totale Delta tassazione filiera			675
Totale Delta tassazione (<i>stand alone</i> + filiera)			1.005
IRPEF	IRES		
28,0%	27,5%		

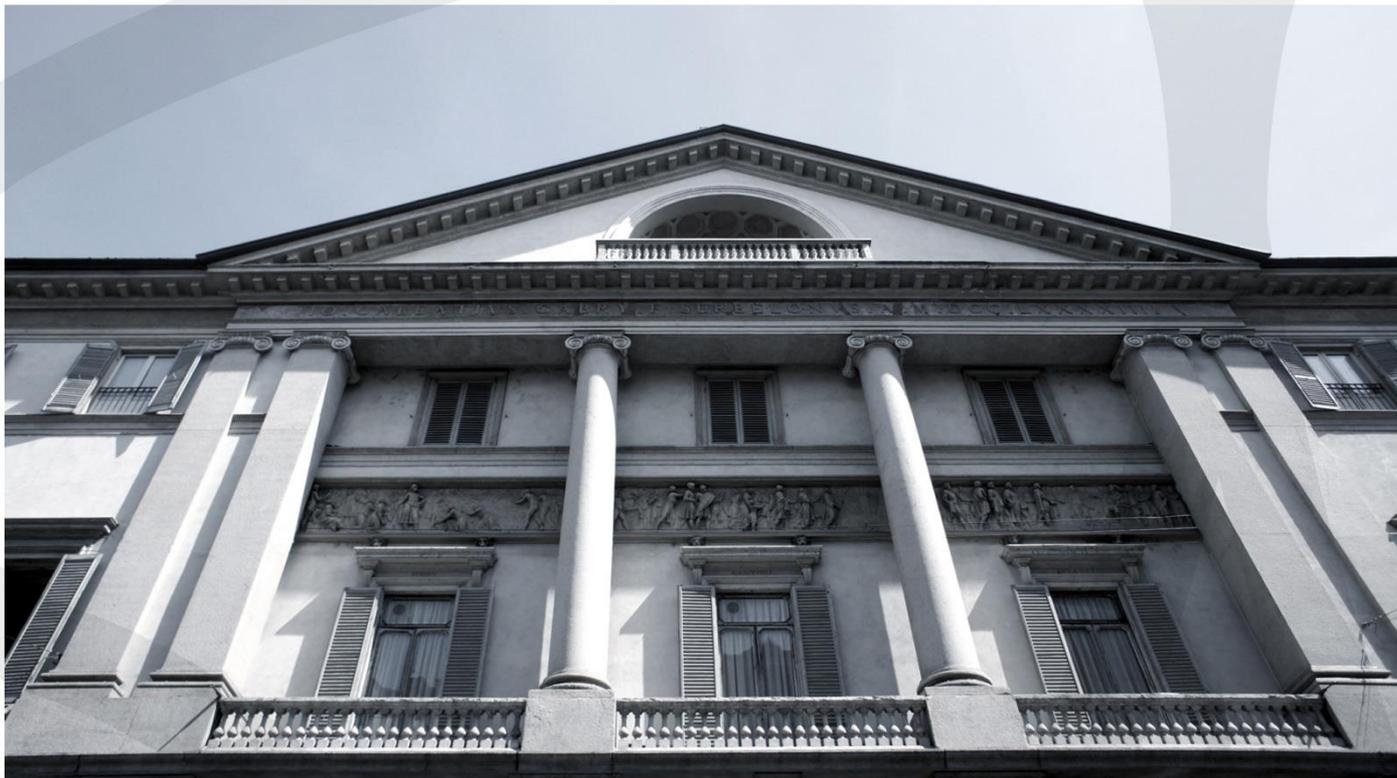
Fonte: Elaborazione Ambromobiliare.

Principali ipotesi

- I maggiori ricavi nello scenario no Tobin Tax dell'industria dei gestione del risparmio *stand alone* sono stati calcolati sommando i ricavi effettivi 2021 ai maggiori ricavi derivanti dalle transazioni che si sarebbero verificate senza l'introduzione della Tobin Tax.
- Le ipotesi di Valore Aggiunto, costo del personale ecc., sono state definite proporzionalmente (in %) a quanto verificatosi nel 2021 in base ai dati estratti da Cerved e Aida.
- I maggiori Ricavi della filiera (indotto di filiera) nello scenario no Tobin Tax sono riconducibili al maggior volume d'affari da servizi accessori e complementari derivanti dalla maggior dinamicità dei mercati borsistici, stimato secondo ipotesi di lavoro individuate in collaborazione con professionisti del settore.



AMBROMOBILIARE



Ambromobiliare S.p.A

Corso Venezia, 16 – 20121 Milano – **t.** +39 02 873 990 69 r.a. – **f.** +39 02 873 990 81
www.ambromobiliare.it - direzione@ambromobiliare.it