

Finanza e sviluppo

**Problemi di tassazione
degli strumenti
finanziari derivati**

a cura di
Giampaolo Arachi

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

FINANZA e SVILUPPO

Collana diretta
da Arnaldo Mauri

2

FONDAZIONE GIORDANO DELL'AMORE

costituita dalla

Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde





Finanza e sviluppo

Problemi di tassazione degli strumenti finanziari derivati

a cura di

Giampaolo Arachi

presentazione di

Roberto Artoni

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-08037-2

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2000

VIA BUSTO ARSIZIO, 40 - 20151 MILANO - Sito Internet: www.giuffre.it

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

BIOGRAFIE

Giampaolo Arachi è ricercatore di Scienza delle Finanze presso l'Università Bocconi e docente di Public Economics nel Master in Economics della stessa Università. È inoltre responsabile dell'area Tax policy presso il centro di ricerca Econpubblica - Università Bocconi. Si occupa in particolare del coordinamento dell'imposizione fiscale in ambito internazionale, degli effetti delle imposte sulle scelte di investimento e di finanziamento delle imprese e di federalismo fiscale.

Claudio Bianchi collabora con il centro di ricerca Econpubblica - Università Bocconi.

Giulia Guffanti ha collaborato con il centro di ricerca Econpubblica - Università Bocconi. Attualmente è Research Analyst per l'analisi e il monitoraggio del settore finanziario presso la McKinsey.

Francesco Mandalà ha conseguito un Master in Economics and Econometrics presso l'Università di Southampton. Attualmente lavora presso l'Ufficio Strategie e Controllo della Banca Commerciale Italiana.

Eva Parenti ha conseguito un Master in Economics presso la University of Michigan. Ha collaborato a diversi progetti di ricerca presso il centro di ricerca Econpubblica - Università Bocconi e presso l'Office of Tax Policy Research della University of Michigan.



INDICE

<i>Presentazione</i> di Roberto Artoni	<i>pag.</i> xi
<i>Introduzione</i> di Giampaolo Arachi	1

Capitolo 1

LA TASSAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI (di *Giulia Guffanti*)

1. Descrizione dei principali strumenti derivati	9
1.1. I contratti <i>future</i>	10
1.2. I contratti d'opzione	12
1.3. I contratti <i>swap</i>	13
2. Individuazione delle problematiche riguardanti la tassazione	15
2.1. Il momento dell'imposizione	16
2.2. La caratterizzazione dei proventi	17
2.3. Le transazioni internazionali	18
2.4. Contratti economicamente collegati	18
3. Problemi fiscali specifici di ogni tipologia contrattuale	23
3.1. I contratti <i>future</i>	23
3.2. I contratti d'opzione	24
3.3. I contratti <i>swap</i>	25

Capitolo 2

L'IMPOSIZIONE FISCALE SUI DERIVATI NEI MAGGIORI PAESI EUROPEI E NEGLI USA (di *Giulia Guffanti e Claudio Bianchi*)

1. Danimarca	27
1.1. Elementi di differenziazione tra i regimi impositivi sulle persone fisiche e sulle società	29
1.2. Problematiche più rilevanti	29
1.3. Meccanismi di tassazione	31
1.4. Regole anti-elusione	32
1.5. Aspetti internazionali	33
2. Francia	33
2.1. Persone giuridiche	33
2.2. Persone fisiche	35

	<i>pag.</i>
3. Germania	35
3.1. Persone giuridiche	35
3.2. Persone fisiche	38
4. Italia	39
4.1. Persone giuridiche	39
4.2. L'Iva e la Tassa sui Titoli di Borsa	45
4.3. Persone fisiche	46
5. Paesi Bassi	54
5.1. Persone giuridiche	54
5.2. Persone fisiche	62
6. Regno Unito	63
6.1. Persone giuridiche	63
6.2. Persone fisiche	66
7. Stati Uniti	66
8. I derivati di credito	75
8.1. Descrizione dei principali tipi di derivati di credito	75
8.2. Il trattamento fiscale dei <i>credit derivatives</i> negli Stati Uniti	81
8.3. Il trattamento fiscale dei <i>credit derivatives</i> in Italia	92

Capitolo 3

I DERIVATI NELLE STRATEGIE DI ELUSIONE FISCALE

(di *Giampaolo Arachi e Eva Parenti*)

1. Introduzione	107
2. Il differimento dell'imposizione: operazioni « straddle »	109
2.1. La legislazione « antistraddle » statunitense	110
2.2. Inefficienze della normativa vigente negli USA	112
3. Trasferimento di utili infrasocietari ed il global trading	116
3.1. Global Trading	118
3.2. Proposte OCSE	120
4. Aggiramento delle ritenute	123
4.1. Futures	124
4.2. Swap	127
5. Dividend Washing	128

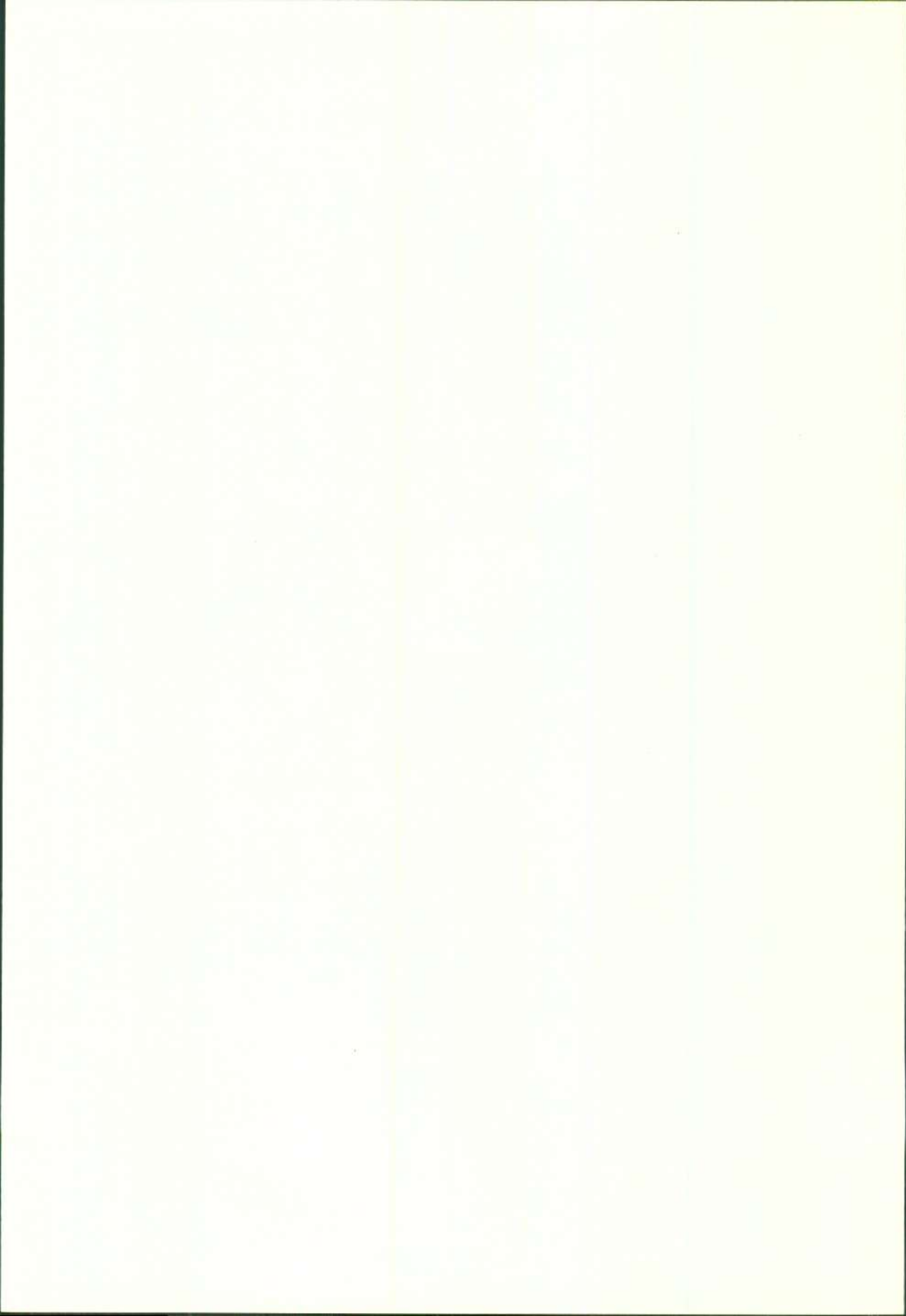
Capitolo 4

EFFETTI DELLE IMPOSTE SUI PREZZI DEI PRODOTTI DERIVATI

(di *Giulia Guffanti e Francesco Mandalà*)

1. Introduzione	133
2. Disciplina fiscale italiana per i <i>future</i> sottoscritti da persone giuridiche	136

	<i>pag.</i>
3. Il prezzo teorico dei <i>future</i> in presenza di imposte	139
4. Il modello	140
5. Conclusioni	149
 <i>Bibliografia</i>	 151



PRESENTAZIONE

Gli anni recenti sono stati testimoni di un processo tumultuoso di introduzione e diffusione di strumenti finanziari innovativi utilizzati a scopi di copertura, di trading, di speculazione e di arbitraggio. Questo sviluppo è stato stimolato da una serie di fattori: la crescente integrazione dei mercati finanziari, l'eliminazione di numerose restrizioni sulle operazioni finanziarie, la riduzione drastica dei costi di fornitura dei servizi finanziari a seguito dell'innovazione tecnologica. Tutto ciò ha avuto forti riflessi sull'operatività dei sistemi tributari che si sono dimostrati incapaci di fronteggiare le nuove strategie di elusione fiscale e di garantire condizioni di neutralità rispetto alle scelte degli operatori.

La ricerca curata da Giampaolo Arachi analizza due questioni cruciali. In primo luogo, studia le strategie di elusione offerte alle imprese da contratti finanziari disegnati appositamente per questi fini. In secondo luogo, valuta le opportunità di arbitraggio create dalla presenza delle imposte sui mercati regolamentati dei derivati e le conseguenze in termini di prezzi di equilibrio.

Ritengo i risultati della ricerca significativi sia per gli operatori all'interno delle istituzioni finanziarie sia per gli studiosi di problemi finanziari e fiscali.

Ponendosi dal punto di vista degli operatori, la ricerca dimostra come la corretta valutazione del trattamento fiscale dei derivati sia essenziale per determinare la convenienza economica di tali strumenti. Le imposte giocano infatti un duplice ruolo: da un lato, possono ostacolare lo sviluppo di alcune forme contrattuali riducendo o annullandone la profittabilità, mentre dall'altro possono favorire lo sviluppo di nuovi strumenti finalizzati allo sfruttamento di possibilità di arbitraggio o elusione generate da incoerenze nella normativa fiscale. Assumendo il punto di vista degli studiosi e delle autorità fiscali e di

regolazione dei mercati, la ricerca illustra come gli strumenti derivati rappresentino la cartina di tornasole con cui valutare razionalità ed efficienza delle scelte operate nel difficile campo dell'imposizione sulle attività finanziarie.

Gli elementi conoscitivi forniti dal presente lavoro forniscono una chiave di lettura interessante per comprendere l'evoluzione recente dei sistemi tributari nei paesi industrializzati e per tracciarne dei possibili scenari di evoluzione. In particolare, la ricerca sottolinea la dimensione internazionale dei problemi di tassazione dei derivati ed evidenzia la necessità di forme di coordinamento sovranazionali. In questa prospettiva la recente riforma dell'imposizione sulle attività finanziarie in Italia ha proposto soluzioni di grande interesse tali da costituire ormai un modello di riferimento importante anche per i partner Europei.

La ricerca poggia su di una dettagliata raccolta di dati sul trattamento fiscale di future, option e swap nei principali paesi europei e negli Stati Uniti. Credo che accanto alle analisi sull'evasione e sull'arbitraggio fiscale tale base informativa fornisca un prezioso strumento di conoscenza anche per gli operatori finanziari operanti sia nelle economie industrializzate sia nei contesti limite (paesi in via di sviluppo e economie in transizione) cui si rivolge l'attività di sostegno della Fondazione Giordano Dell'Amore.

ROBERTO ARTONI

INTRODUZIONE

Lo sviluppo degli strumenti finanziari derivati ha profondamente segnato l'evoluzione dei mercati finanziari nell'ultimo decennio. La diffusione di tali strumenti ha destato in primo luogo l'attenzione delle autorità monetarie internazionali preoccupate per i possibili effetti destabilizzanti sui mercati finanziari. Più recente è l'interesse rivolto a tali strumenti dalle autorità fiscali nel momento in cui, soprattutto in Europa, la crescente integrazione dei mercati dei capitali ha richiesto revisioni più o meno profonde dei regimi di tassazione delle rendite finanziarie.

Il presente lavoro si propone di illustrare le problematiche relative alla tassazione dei derivati secondo due prospettive particolari. La prima riguarda l'individuazione delle strategie elusive che consentono di ridurre il debito d'imposta di società e intermediari finanziari sfruttando sia le differenze di trattamento fiscale fra proventi dei derivati e altri redditi finanziari all'interno di un singolo paese sia le diversità esistenti fra i sistemi fiscali a livello internazionale. La seconda si riferisce invece agli effetti delle imposte sui prezzi di equilibrio dei contratti trattati in mercati regolamentati.

Il lavoro si articola in tre parti. Nella prima (capitoli 1 e 2) si forniscono i prerequisiti essenziali dell'analisi attraverso una descrizione della tassazione delle tre principali categorie di contratti derivati: *future*, *option* e *swap*. Si considerano alcuni dei maggiori paesi europei (Danimarca, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito) e gli Stati Uniti. In questa prima parte si descrive anche il trattamento fiscale dei *credit derivatives* sebbene limitatamente a Stati Uniti e Italia. Nella seconda parte (capitolo 3) si studiano le strategie di elusione realizzabili da società e intermediari finanziari attraverso il ricorso a contratti non standardizzati. Infine, nella terza parte (capitolo 4), si considerano gli effetti delle imposte sui prezzi

di equilibrio dei derivati standardizzati trattati su mercati regolamentati, soffermandosi in particolare sul mercato dei *future*.

La struttura del lavoro e le principali conclusioni possono essere illustrate partendo dal quesito fondamentale che ha motivato la ricerca: quali sono i problemi specifici che ostacolano l'imposizione sui prodotti derivati e quali le caratteristiche di questi prodotti che li generano?

Le analisi condotte nei vari contributi che costituiscono la ricerca concordano nell'evidenziare la rilevanza di due caratteristiche dei derivati. La prima consiste nella capacità di replicare, tramite delle opportune combinazioni di tali strumenti, la struttura dei *cash flow* di un qualsiasi portafoglio di attività. Può essere qui richiamata, a titolo d'esempio, la nota equivalenza fra un contratto *forward* e la combinazione fra una posizione lunga sul sottostante ed una posizione corta su obbligazioni oppure l'equivalenza fra un contratto *forward* e la somma di una posizione lunga in opzioni *call* ed una posizione corta sulle opzioni *put* (cosiddetta « parità *put - call* »).

La seconda fondamentale caratteristica dei derivati risiede nella possibilità di separare i rendimenti dalla proprietà di un titolo. Un individuo che desideri ottenere i rendimenti di un'azione senza divenirne proprietario può ad esempio sottoscrivere un *equity swap* che obbliga la controparte a pagare i dividendi e le eventuali plus/minusvalenze su quella azione in cambio del pagamento di un tasso d'interesse.

Sfruttando queste proprietà dei contratti derivati è quindi possibile superare le fondamentali distinzioni su cui si basano i moderni sistemi fiscali: la distinzione fra differenti tipologie di redditi (interessi, dividendi e plusvalenze), la distinzione fra differenti soggetti passivi (persone fisiche e giuridiche, residenti e non-residenti, investitori istituzionali ed individuali), la distinzione fra diverse modalità con cui attribuire i redditi tra vari esercizi (principio della maturazione o della realizzazione). Di conseguenza tramite i derivati è possibile aggirare trattamenti fiscali sfavorevoli (ad esempio il pagamento di ritenute sugli interessi) o, al contrario, ottenere dei trattamenti di favore concessi esclusivamente a particolari tipologie di reddito o di contribuenti (ad esempio il credito d'imposta).

Queste considerazioni possono essere sviluppate in maniera formale ricorrendo ad un semplice esercizio, descritto

nel quarto capitolo. Si definisce in primo luogo un portafoglio di attività e derivati che genera in assenza di imposte profitti nulli. In altri termini i derivati generano dei *cash flow* esattamente opposti a quelli delle altre attività detenute in portafoglio. Si verifica poi se il portafoglio continua ad avere un valore nullo anche dopo l'applicazione delle imposte. In caso contrario è possibile ottenere dei profitti certi vendendo o acquistando quel portafoglio. Tramite tale esercizio è possibile verificare che per evitare di introdurre possibilità di arbitraggio fiscale la struttura impositiva deve rispettare stringenti condizioni di uniformità:

— le aliquote devono essere uniformi fra differenti categorie di reddito (quindi non dovrebbe sussistere una differenza di trattamento fra plusvalenze, interessi, dividendi e proventi da derivati)

— le aliquote devono essere uniformi fra componenti positive e componenti negative del reddito (quindi dovrebbe essere sempre consentita la piena deducibilità di tutte le perdite)

— il carico fiscale non deve dipendere dal momento in cui avviene l'imposizione (per cui si dovrebbe ricorrere al principio della maturazione nella determinazione delle basi imponibili).

Queste condizioni forniscono la chiave di lettura per l'analisi condotta nel terzo capitolo in cui si analizzano le strategie di elusione attuabili con il ricorso ai derivati. Ad esempio, le ritenute alla fonte creano in genere una difformità di trattamento fra interessi e dividendi da un lato e plusvalenze e proventi dei derivati dall'altro. Questa difformità è rilevante per i soggetti fiscalmente esenti (ad esempio i fondi pensione statunitensi) che non possono portare in detrazione dall'imposta nazionale le ritenute subite sugli investimenti all'estero. Nel terzo capitolo si illustra come sia possibile aggirare queste ritenute ricorrendo a dei contratti *swap* in grado di separare la proprietà dei titoli dai rendimenti da questi generati. Un fondo può far acquistare i titoli o le obbligazioni emesse in un altro paese da un soggetto ivi residente offrendo come contropartita l'acquisto di titoli o obbligazioni domestiche. Successivamente le due società possono sottoscrivere uno *swap* sui rendimenti dei rispettivi portafogli. Dato che tipicamente i pagamenti sugli *swap* non sono assoggettati alle ritenute alla fonte questa

strategia consente di evitare del tutto il pagamento delle imposte.

L'applicazione del principio della realizzazione nella determinazione della base imponibile fornisce invece un esempio di assenza di uniformità rispetto al momento della tassazione. Tale asimmetria può essere sfruttata a fini elusivi attraverso operazioni note come *wash sale* e *straddle*. Si realizza una *wash sale* quando una posizione in perdita è venduta e immediatamente riacquistata al medesimo prezzo. Una *straddle* consiste invece nella combinazione di due o più posizioni simmetriche che variano in modo da non dare origine né a perdite né a guadagni se considerate nel loro complesso. Realizzando nel breve periodo solo le posizioni in perdita si possono ridurre le plusvalenze correnti provenienti da altre posizioni e posticipare agli anni successivi la contabilizzazione delle posizioni in guadagno. Un esempio di *straddle* è costituito dall'acquisto simultaneo di una opzione *put* e di una *call* con immediata vendita della posizione perdente. L'operazione avviene tipicamente a fine anno ed è praticamente senza rischio, in quanto un eventuale guadagno sulla *put* è compensato da una perdita equivalente sulla *call*. La realizzazione della perdita a fine anno permette di conseguire una minusvalenza deducibile mentre le imposte sulla posizione in guadagno sono posticipate all'anno successivo vendendo l'opzione pochi giorni dopo, all'inizio del nuovo anno.

L'analisi condotta nel terzo capitolo evidenzia un'ulteriore dimensione rispetto cui valutare l'uniformità del sistema fiscale: quella dei differenti soggetti passivi. I contratti derivati possono infatti essere utilizzati per accedere ad agevolazioni che la legge riconosce esclusivamente a particolari categorie di contribuenti. Un esempio classico è fornito dal trattamento fiscale dei dividendi: a differenza delle persone fisiche e delle persone giuridiche residenti, il credito d'imposta non è in genere riconosciuto ai fondi di investimento e alle società estere. In passato questa asimmetria ha favorito lo sviluppo di una serie di strategie, note come *dividend washing*, volte a trasferire il beneficio derivante dal credito d'imposta dalle società residenti ai fondi o ai non-residenti. Tali operazioni si realizzavano attraverso la vendita e il riacquisto delle azioni a ridosso delle scadenze tecniche, oppure attraverso dei contratti

di usufrutto sui titoli oppure attraverso delle operazioni di riporto. I contratti derivati consentono di eludere le norme che sono state introdotte al fine di contrastare queste strategie tradizionali di *dividend washing*. Si sfrutta ancora una volta la possibilità di dissociare la proprietà di un titolo dalla fruizione dei rendimenti secondo le modalità descritte in precedenza: il soggetto escluso dal godimento del credito d'imposta può far acquistare le azioni desiderate da una società residente per poi sottoscrivere un *equity swap* che dà diritto a ricevere i dividendi, comprensivi di credito d'imposta, e le eventuali plus/minusvalenze in cambio del pagamento di un tasso di interesse fisso.

Un ulteriore esempio di differenze di trattamento fiscale fra soggetti passivi è fornito dalle differenti aliquote esistenti fra imprese in utile ed imprese in perdita oppure fra collegate di una multinazionale localizzate in paesi diversi. Nel capitolo terzo si descrivono diverse strategie che consentono di mascherare il trasferimento di utili all'interno di società appartenenti allo stesso gruppo. Ad esempio, ricorrendo ai contratti di opzione è possibile costruire posizioni che procurano congiuntamente una perdita certa per una società ed un guadagno di pari ammontare per un'altra società ad essa collegata. Il gruppo realizza nel complesso un risparmio d'imposta se la società cui gli utili vengono trasferiti è in perdita oppure se risiede in un paese con imposte societarie più basse.

Le opportunità elusive offerte dai derivati in questo campo risultano molto ampie nel caso delle società finanziarie. In particolare le autorità internazionali hanno dimostrato una crescente preoccupazione per lo sviluppo delle attività di *global trading*. In questo caso le difficoltà nascono dalle incertezze sulla corretta ripartizione di guadagni e perdite tra i vari partecipanti ad operazioni di *trading* gestite da società finanziarie che conducono operazioni integrate attraverso una fitta rete di filiali localizzate in ogni parte del mondo.

Negli esempi sin qui esposti l'asimmetria di trattamento fiscale alla base dei meccanismi elusivi riguarda fundamentalmente il confronto fra forme tradizionali di reddito e proventi dei prodotti derivati. L'indagine condotta nel secondo capitolo mette invece in evidenza come esista una sostanziale disomoge-

neità di trattamento fiscale anche all'interno della sola categoria dei prodotti derivati:

a) i proventi possono essere caratterizzati come capital-gains o reddito ordinario a seconda dello scopo del contratto o della natura dell'attività sottostante;

b) il trattamento fiscale dei proventi è diverso a seconda che siano sottoscritti da persone giuridiche da enti finanziari o da persone fisiche;

c) in alcuni casi i proventi divengono rilevanti al momento della loro maturazione, in altri al momento della realizzazione;

d) in alcuni casi il contratto derivato viene valutato in isolamento mentre in altri la valutazione avviene tenendo conto delle caratteristiche del sottostante.

Spesso le disomogeneità derivano dall'assenza di una legislazione specifica per cui occorre fare riferimento alle regole generali che mal si adattano alle caratteristiche di questi contratti. Tuttavia le difformità sussistono anche nei Paesi che hanno emanato norme specifiche per i derivati. Proprio l'esperienza di questi paesi illustra le difficoltà che le autorità fiscali incontrano in questo campo. Molte delle norme che disciplinano esplicitamente la tassazione dei derivati sono state emanate con l'intento di arginare le pratiche elusive descritte. Spesso tuttavia, queste stesse norme hanno contribuito ad aumentare il grado di disomogeneità dell'imposizione introducendo di fatto nuove opportunità di arbitraggio e di elusione. Particolarmente istruttiva risulta a proposito la storia fiscale degli Stati Uniti cui i capitoli 2 e 3 dedicano ampio spazio.

Negli esempi fin qui riportati si è fatto riferimento a pratiche elusive basate principalmente su contratti *over the counter*. Per i derivati standardizzati trattati sui mercati regolamentati le imposte generano non solo opportunità di comportamenti elusivi ma anche un problema di determinazione del prezzo di equilibrio di tali strumenti. Se il prezzo di un contratto derivato fosse superiore (inferiore) al costo minimo di un portafoglio di attività che ne replicasse i flussi di cassa al netto delle imposte sarebbe possibile ottenere un guadagno certo acquistando (vendendo) il portafoglio di attività e vendendo (acquistando) lo strumento derivato. L'eccesso di offerta del derivato ne farebbe diminuire il prezzo fino ad eguagliarlo a quello del portafoglio alternativo.

Questo problema viene affrontato nell'ultimo capitolo della ricerca. Obiettivo di tale contributo è di evidenziare la rilevanza di un'ulteriore dimensione rispetto alla quale valutare l'uniformità delle imposte: la composizione del portafoglio in cui i derivati sono inseriti.

Come già ricordato, l'analisi istituzionale condotta nel secondo capitolo mostra che il trattamento fiscale di un portafoglio di attività può differire dal trattamento delle stesse attività considerate individualmente. In genere questo è il risultato dell'applicazione di un insieme di norme definite *hedge accounting* in quanto relative alle operazioni di copertura. Alcune di queste norme sono state introdotte per evitare dei comportamenti elusivi. È questo il caso delle norme *anti-straddles* statunitensi che richiedono il differimento delle perdite su contratti che generano dei proventi negativamente correlati con quelli di altre attività in portafoglio fino a quando i guadagni su queste attività non divengano rilevanti. Altre sono state introdotte per non minare la profittabilità di legittime operazioni di copertura evitando che fossero soggetti ad imposizione redditi non economicamente rilevanti. È questo il caso delle *matching rules* che permettono il differimento dell'imposizione dei guadagni fino alla realizzazione delle perdite corrispondenti.

Un sistema fiscale in cui il carico fiscale dipende dalla composizione del portafoglio viene definito *non additivo*. L'assenza di additività rende particolarmente problematica la determinazione del prezzo teorico di un derivato. È infatti possibile individuare due distinti prezzi teorici per uno stesso strumento: il prezzo effettivo potrà collocarsi ad un livello intermedio fra questi senza che sia possibile intraprendere delle strategie di arbitraggio.

Per comprendere il problema occorre illustrare brevemente due diversi metodi di calcolo del prezzo di un derivato: il metodo di replica e quello di *hedging*.

Il primo metodo consiste nel calcolo del prezzo del contratto *future* tramite la costruzione di un portafoglio di attività primarie che abbia lo stesso flusso di cassa finale del derivato di cui si sta cercando il prezzo. In questo modo l'investitore che detiene il portafoglio di attività primarie otterrà lo stesso risultato economico che avrebbe se detenesse il derivato. Con il metodo di *hedging* si calcola il prezzo del derivato quando questo è

detenuto congiuntamente ad altre attività come strumento di copertura di queste ultime. Il flusso di cassa finale del derivato dovrà così essere di pari ammontare e di segno opposto rispetto a quello del portafoglio di attività che deve coprire.

I due metodi conducono al medesimo risultato sia in assenza di imposte che nel caso di additività del sistema fiscale. L'equivalenza invece cade in caso di assenza di additività. Consideriamo la situazione in cui il prezzo di mercato del derivato sia minore del prezzo teorico di replica. Un investitore potrebbe tentare di ottenere dei profitti positivi assumendo una posizione lunga sul derivato ed una posizione corta sul portafoglio di replica. Si noti che tale strategia di arbitraggio si realizza costruendo una posizione di copertura. Se i derivati utilizzati in posizioni di copertura sono assoggettati ad un regime fiscale differente da quello dei derivati utilizzati a scopo di negoziazione può accadere che le apparenti opportunità di profitto siano annullate dalle imposte. In altri termini il prezzo di hedging può collocarsi al di sotto sia del prezzo teorico di replica sia del prezzo di mercato. Non generando opportunità di arbitraggio, la differenza fra prezzo di mercato e prezzo teorico di replica potrà quindi persistere indefinitamente.

L'analisi condotta nel quarto capitolo applica l'approccio appena descritto al caso dei future. L'esercizio proposto si pone come obiettivo primario quello di evidenziare la presenza di non additività nel sistema di fiscale italiano. Esso deve essere quindi considerato come un primo passo per la costruzione di un modello di determinazione dei prezzi dei derivati che incorpori in maniera realistica le asimmetrie dei sistemi fiscali reali.

GIAMPAOLO ARACHI

Capitolo 1

LA TASSAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

GIULIA GUFFANTI

1. Descrizione dei principali strumenti derivati

Negli anni ottanta e novanta si è assistito ad una crescita impetuosa dei volumi di contrattazione dei contratti finanziari derivati.

Nel seguito analizzeremo le principali categorie di tali prodotti, evidenziandone le caratteristiche principali; gli aspetti istituzionali dei mercati in cui sono scambiati e i principali problemi emersi in ambito impositivo.

In generale i derivati sono strumenti il cui valore è basato su quello di un'attività sottostante che, ad esempio, può essere costituita da azioni, obbligazioni, titoli di Stato, *commodity* ed anche indici azionari. Per loro natura i derivati incorporano così il rischio di prezzo dell'attività sottostante, anche se, per la complessità del modo in cui questa viene incorporata nello strumento derivato, la struttura dei *payoff* è comunque differente.

I principali utilizzi dei derivati sono: copertura contro rischi di credito, di mercato e legale (consentono infatti di isolare e di amministrare in modo efficiente i diversi tipi di rischio) e speculazione.

Nel presente capitolo si procederà in primo luogo ad una descrizione dei principali strumenti derivati, contratti *future*, contratti d'opzione e contratti *swap*, al fine di illustrarne gli elementi caratterizzanti e le modalità di funzionamento. Successivamente si delineeranno le maggiori problematiche che sorgono in ambito impositivo. Infine si individueranno le problematiche tributarie specifiche per ogni tipo di strumento.

1.1. I contratti future

Un contratto *future* è un accordo che vincola a comprare o a vendere, ad un data prestabilita e per un prezzo specifico, un dato ammontare di un oggetto designato — esso può essere, ad esempio, una merce, una valuta o uno strumento finanziario — detto « attività sottostante ».

Esistono due grandi categorie di contratti *future*: 1) i « commodities future », che rappresentano impegni di acquisto o di vendita di beni. Questo strumento è stato il primo in ordine di tempo ad affermarsi sul mercato rispondendo all'esigenza dei produttori di beni agricoli di proteggersi dalle improvvise fluttuazioni dei prezzi di questi ultimi; 2) i « financial future », che rappresentano impegni sui valori mobiliari. Tra essi si possono distinguere gli *interest rate future* che hanno per oggetto titoli; gli *stock index future* che hanno per oggetto indici azionari ed i *currency future* che hanno per oggetto valute.

L'acquirente del contratto promette di accettare la consegna dell'attività sottostante alla data fissata ed al prezzo stabilito, ed il venditore del contratto promette di effettuare la consegna. La consegna può anche non aver luogo, la maggior parte dei contratti viene infatti liquidata tramite la sottoscrizione di un contratto uguale e di segno opposto, prima del termine concordato per lo scambio dell'attività sottostante. Tuttavia, anche quando il contratto rimane in vita sino alla scadenza, la consegna dell'attività sottostante può risultare impossibile; è questo il caso in cui i contratti sono basati sull'andamento di indicatori di riferimento quali indici di borsa o *floating interest rate*, l'accordo è perfezionato tramite il trasferimento di una somma di denaro (*cash settlement*) pari alla differenza tra il prezzo del contratto ed il prezzo di mercato dell'attività sottostante.

Qualora la consegna avesse effettivamente luogo è necessario che la parte che detiene la posizione corta (di vendita) decida quale titolo, scelto all'interno di un dato paniere, debba essere consegnato. A questo scopo la *Clearing House*⁽¹⁾ pubblica periodicamente una lista di titoli ammissibili ed il meccanismo

(1) Tramite la chiarificazione e l'esecuzione dello scambio di un contratto la *Clearing-House* si colloca tra le due parti contraenti, fungendo da acquirente per il venditore e da venditore per l'acquirente. Una delle sue funzioni fondamentali è di accollarsi il rischio di insolvenza delle controparti.

usato per la scelta è quello del «cheapest to delivery». Viene cioè consegnato il titolo che è meno costoso per il venditore e, di conseguenza, più costoso per l'acquirente⁽²⁾.

La *Clearing-House*, o camera di compensazione, è un'istituzione che vigila sul mercato dei contratti *future* e ne regola il funzionamento, essa è responsabile del perfezionamento di tutti i contratti negoziati sulle piazze ufficiali. Svolge la funzione di organo di intermediazione e garantisce la solvibilità delle parti coinvolte in ogni transazione, accollandosi il rischio di *default*.

I contratti *future* finanziari possono essere scambiati sia su mercati regolamentati che in altre sedi e in quest'ultimo caso si dirà che la contrattazione è avvenuta «*over the counter*». Nel primo caso i contratti sono altamente standardizzati ed è necessario raggiungere un accordo solo sul prezzo e sulla quantità dei contratti trattati. Nel secondo caso i termini degli accordi sono assai più liberi e tali contratti sono denominati *forward*.

Al momento della stipulazione del contratto, entrambe le parti sono obbligate ad effettuare prima un *deposito iniziale di garanzia*, da accreditare ad un *margin account*, normalmente compreso tra l'1% ed il 5% del valore dell'operazione, con la funzione di assicurare la buona fede della *performance*.

In aggiunta al deposito iniziale, la *Clearing-House*, secondo la procedura detta di *mark-to-market*, registra i *margini giornalieri di variazione* che gli operatori devono versare (ricevere) alla (dalla) stessa istituzione al variare della quotazione del *future*. In sostanza, la *Clearing-House* rileva giornalmente il prezzo del *future*, lo confronta con quello del giorno precedente e l'eventuale differenza (margine giornaliero di variazione) è immediatamente accreditata (addebitata) alla controparte vincente (perdente). Pertanto, i profitti e le perdite realizzate da ciascun investitore sulle proprie posizioni in *future* risultano pari alla somma algebrica dei margini giornalieri ad esso attribuiti.

Un investitore che effettua una transazione compensatoria realizzerà profitti o perdite uguali semplicemente alla diffe-

(2) Alternativamente, il *cheapest to delivery* si può definire come il titolo con il minor valore futuro teorico.

renza tra il prezzo del contratto compensatore ed il prezzo di chiusura del contratto originario registrato il giorno precedente. Se, invece, l'investitore decide di continuare a detenere il contratto sino alla data di consegna i profitti o le perdite realizzate dall'acquirente di un contratto *future* saranno pari alla differenza tra il valore di mercato dello strumento finanziario ricevuto ed il prezzo del contratto *future* registrato l'ultimo giorno disponibile per la contrattazione (quartultimo giorno prima della data di consegna).

È da notare che il margine iniziale di garanzia è in realtà l'unico immobilizzo di denaro che è richiesto all'investitore in *future* viene pertanto originato un considerevole « *effetto leva* » sulla redditività dell'investimento. Infatti, le variazioni accreditate o addebitate vanno commisurate al margine di garanzia versato e non al controvalore dell'operazione in contanti che si avrebbe se si operasse direttamente sull'attività sottostante.

1.2. I contratti d'opzione

Le opzioni sono dei contratti finanziari che rientrano nella categoria dei prodotti derivati. Sottoscrivendo un contratto d'opzione si acquista il diritto, non il dovere, di comprare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) un determinato quantitativo di attività sottostante ad una certa data futura, per un prezzo stabilito.

Per acquistare tale diritto è necessario pagare un *premio* al venditore, tale somma di denaro rappresenta anche il massimo ammontare di denaro che l'acquirente può perdere alla fine del periodo. Se, infatti, l'opzione perde valore verrà abbandonata, spirerà cioè senza che avvenga lo scambio dell'attività sottostante ed i costi complessivi saranno pari al premio versato.

Come per i contratti *future*, le opzioni possono essere negoziate sia direttamente tra le parti interessate (*over the counter*) oppure possono essere negoziate sui mercati regolamentati. In questo secondo caso vi è un grado di standardizzazione molto maggiore rispetto alla quantità di attività sottostante, alla durata del contratto ed al prezzo d'esercizio.

I contratti d'opzione possono avere come oggetto (*underlying asset*) sia beni reali (*commodities*), che attività finanziarie quali, titoli azionari, indici di borsa, titoli obbligazionari, tassi

d'interesse, valute e contratti *future* su ognuna delle attività precedenti.

I contratti d'opzione condividono con gli altri strumenti derivati un elevato grado di leverage (effetto leva), ciò consente di utilizzarli per perseguire diverse finalità, quali:

- speculazione sull'attività sottostante;
- copertura di alcuni rischi di mercato propri di altre attività detenute dall'investitore;
- effettuare arbitraggi nello spazio e tra i mercati delle attività sottostanti e quelli degli strumenti derivati relativi.

Il valore di un'opzione è dato dal valore temporale e dal valore intrinseco. Il primo è dato dal valore della durata residua, è tanto maggiore quanto più lontana nel tempo è la scadenza dell'opzione. Il secondo è pari alla differenza tra il prezzo di mercato ed il prezzo d'esercizio dell'opzione e quindi rappresenta il guadagno che si otterrebbe esercitando immediatamente l'opzione.

Un'opzione viene detta *out of the money* quando il suo valore intrinseco è nullo, ciò si verifica quando lo *strike price* è superiore al prezzo di mercato (opzione *call*). Si dice, invece, *in the money* quando lo *strike price* è inferiore al prezzo di mercato.

La Camera di Compensazione e di Garanzia (*Clearing-House*) garantisce il buon esito dei contratti stipulati mediante il versamento dei margini iniziali, di variazione e infragiornalieri. Infatti, al momento della stipula dell'opzione sulle piazze organizzate è previsto il versamento di un margine iniziale, e quindi il *mark-to-market* giornaliero del premio.

1.3. I contratti swap

Uno strumento *swap* è un contratto derivato tramite il quale le due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi calcolati su un capitale di riferimento, o nozionale, per un periodo di tempo predefinito, pari alla scadenza del contratto stesso. I flussi di pagamenti che le parti versano reciprocamente vengono calcolati secondo modalità differenti.

La forma contrattuale più semplice (*Basic swap*) prevede che le parti si scambino dei pagamenti a tasso fisso contro dei pagamenti a tasso variabile. Il parametro di indicizzazione

del tasso variabile è costituito dal tasso interbancario, il più diffuso è il Libor sui depositi a sei mesi. Il capitale nozionale non viene mai scambiato e serve solo come ammontare di riferimento per calcolare i pagamenti dovuti. In genere, il *compratore* dello *swap* paga alla controparte interessi calcolati sul capitale di riferimento in funzione di un tasso fisso detto « tasso *swap* »; il *venditore* dello *swap* paga alla controparte interessi calcolati sul capitale di riferimento in funzione del tasso variabile (Libor); il *regolamento* avviene per « compensazione », ovvero in ciascuna data di liquidazione si verifica un esborso differenziale a carico della parte tenuta a pagare il tasso che è risultato più elevato nel corso del periodo, interessa cioè solo il saldo netto tra i due flussi di interessi.

Gli elementi fondamentali di un contratto *swap* sono:

- la data di stipulazione (*trade date*);
- il capitale di riferimento (*notional principal amount*);
- la data di inizio, cioè il momento in cui cominciano a maturare gli interessi (*effective date*);
- la data di scadenza del contratto (*termination date*);
- le date di fissazione del tasso variabile (*reset date*), che tipicamente coincidono con le date di pagamento degli interessi;
- le date di pagamento (*payment date*), le controparti possono concordare date di pagamento non coincidenti;
- le modalità di regolamento dei pagamenti.

Oltre al *Basic swap* vi sono altri tipi di contratti:

Forward swap: è uno *swap* differito, ossia un contratto in base al quale due controparti stabiliscono di scambiarsi i flussi di cassa a partire da una data futura, ma fissando sin da subito le caratteristiche del contratto.

Amortising swap: i flussi di interessi vengono calcolati sulla base di un capitale nozionale di riferimento che decresce nel tempo secondo un dato piano di ammortamento;

Zero coupon swap: la parte che detiene una posizione corta sul tasso di interesse fisso effettua un unico pagamento alla scadenza dell'operazione; mentre riceve i pagamenti a tasso variabile alle scadenze prefissate dal contratto.

Uno dei vantaggi più importanti dell'utilizzo di un contratto *swap* è la possibilità di ridurre i costi di finanziamento di un investitore attraverso arbitraggi tra indebitamenti a tasso

fisso ed indebitamento a tasso variabile. In breve, due imprese si finanziano sul mercato in cui detengono il vantaggio competitivo relativo e poi, mediante un contratto *swap*, il finanziamento a tasso fisso viene trasformato in un finanziamento a tasso variabile e viceversa. In questo modo entrambe le imprese otterranno finanziamenti a tassi più favorevoli.

2. Individuazione delle problematiche riguardanti la tassazione

Si presentano ora i principali aspetti problematici inerenti l'imposizione dei proventi da strumenti derivati.

L'enorme espansione dei mercati finanziari ha sempre più messo in evidenza l'inadeguatezza dei regimi fiscali tradizionali ad accogliere e disciplinare le nuove fattispecie contrattuali. Questi problemi sono accentuati dalle incongruenze che esistono tra le pratiche di mercato, i sistemi contabili ed i sistemi fiscali; essi rispondono infatti a logiche diverse e hanno tempi di adattamento ed evoluzione molto differenti tra loro.

Inoltre, la complessità e l'innunerevole varietà delle operazioni che con essi si possono realizzare contribuiscono a creare un panorama in continua evoluzione e veloce cambiamento che facilita la presenza di fenomeni distorsivi e crea la possibilità di realizzare arbitraggi fiscali.

Sebbene i profitti derivanti dai contratti derivati siano soggetti ad imposizione fiscale in quasi tutti i paesi considerati le procedure e le conseguenze dei meccanismi di tassazione variano molto da nazione a nazione. Nella quasi generalità dei Paesi europei non esiste una normativa specifica che regoli la contabilizzazione e la tassazione degli strumenti derivati, si fa pertanto ricorso ai principi della fiscalità generale.

Dove normative specifiche siano state introdotte (Danimarca, Francia e Regno Unito) esse forniscono spesso una copertura solo parziale della fattispecie. Sono, infatti, generalmente indirizzate a particolari categorie di strumenti (es. contratti standardizzati, trattati su mercati organizzati) e/o di investitori (spesso le normative sono rivolte solo ad operazioni in capo a società finanziarie).

Gli aspetti rispetto ai quali vengono registrate delle incongruenze tra le diverse legislazioni fiscali sono: la classificazione dei profitti e delle perdite dei contratti derivati (ordinari vs. in conto capitale); le procedure d'imposizione che variano a seconda di come viene classificato il contribuente; la possibilità e le modalità di deduzione delle perdite; la definizione del momento in cui i proventi assumono rilevanza ai fini fiscali e le aliquote d'imposta.

Possono, inoltre, esservi divergenze circa l'approccio utilizzato, se un contratto derivato viene cioè considerato insieme alle altre attività detenute in portafoglio dall'investitore oppure se viene valutato in modo autonomo ed indipendente. Se la legislazione fiscale segue un approccio complessivo (*linked approach*) allora si dà rilievo allo scopo per il quale il contratto è stato intrapreso; se, invece, i contratti derivati sono considerati come attività a sé stanti (*separate approach*) allora la ripartizione dei contratti tra strumenti di copertura e strumenti speculativi perde rilevanza poiché ad essa non conseguono trattamenti fiscali diversi.

2.1. Il momento dell'imposizione

Vi sono essenzialmente due tecniche di rilevazione dei guadagni o delle perdite dei contratti derivati:

1) Il principio di *effettiva realizzazione* (che è il principio generalmente adottato ai fini fiscali per le attività finanziarie) che consiste nel tassare i proventi o detrarre le perdite nel momento in cui il pagamento viene effettivamente eseguito, ossia quando il contratto perviene a scadenza oppure viene ceduto tramite la sottoscrizione di una transazione di segno opposto.

2) Il principio di *competenza* (che è il principio generalmente adottato ai fini contabili), consiste, invece, nel tassare i proventi o detrarre i costi durante il corso della vita dello strumento finanziario ed imputarli ai periodi fiscali in cui economicamente maturano.

Per i contratti derivati questo principio viene messo in pratica tramite l'utilizzo del metodo « *mark-to-market* » che è una sorta di aggiornamento del valore dello strumento al reale prezzo di mercato. Tutti i giorni vengono accreditati i guadagni e addebitate le perdite, a seconda che il contribuente sia

in una posizione « vincente » o « perdente » rispetto al giorno precedente. Questo è anche il meccanismo istituzionalmente usato dalla *Clearing-House* per il computo delle variazioni dei margini giornalieri.

Il principio di realizzazione sembrerebbe il meno favorito dalle autorità in quanto, date le caratteristiche⁽³⁾ dei contratti derivati, crea la possibilità di differire il pagamento delle imposte nel tempo. D'altra parte, con l'adozione dei principi di competenza o di *mark-to-market* le autorità fiscali si cautelerebbero dalle pratiche elusive, ma anche i profitti non ancora realizzati sarebbero gravati da imposta, e ciò non è sempre giustificabile o compatibile con i principi fiscali che generalmente accettati e condivisi.

2.2. La caratterizzazione dei proventi

È importante stabilire non solo quando i proventi vengono tassati, ma anche a quale categoria fiscale vengono imputati. Non è infatti univocamente definito se debbano essere considerati come proventi ordinari i guadagni/perdite in conto capitale.

Questa distinzione assume rilevanza in quei paesi dove le autorità tributarie prevedono per le due categorie di proventi trattamenti fiscali differenti.

Trattare i proventi di tutti gli strumenti derivati come ordinari ha sicuramente il pregio della semplicità ma, per esempio, potrebbe essere causa di asimmetrie nel trattamento fiscale di una posizione di copertura. Infatti, se uno strumento è utilizzato per coprire dai rischi un'attività in conto capitale, l'operazione, pur efficiente dal punto di vista economico, non rimarrebbe tale dopo aver subito l'imposizione fiscale. Ciò deriva dal fatto che strumento di copertura e attività o passività che

⁽³⁾ La possibilità di costruire delle transazioni con i contratti derivati che richiedano investimenti iniziali minimi e che comportino rischi molto ridotti per il contribuente fa in modo che questi strumenti siano particolarmente adatti a compiere operazioni di differimento dei guadagni nel tempo, nonostante tale possibilità sia disponibile anche quando si utilizzano degli strumenti tradizionali. Si rimanda più avanti per l'analisi delle problematiche connesse alla costruzione di *straddle*.

si vuole coprire non vengono tassati allo stesso modo, poiché rientrano in categorie fiscali diverse.

Per esempio, se si vuole coprire dai rischi un investimento in valuta estera assumendo una posizione in contratti *future* ed i proventi derivanti dalla prima transazione sono considerati guadagni in conto capitale mentre i guadagni/perdite da strumenti derivati sono considerati ordinari (quindi tassati secondo un metodo più favorevole per il contribuente rispetto a quello riservato ai proventi ordinari) allora il derivato, dato il maggior aggravio fiscale ad esso riservato, potrebbe non essere più efficacemente utilizzato per la funzione di copertura.

2.3. *Le transazioni internazionali*

Quando i flussi di capitale attraversano le frontiere è importante decidere se applicare una ritenuta alla fonte, quale dei due paesi debba avere diritti fiscali primari ed anche in che misura il reddito straniero vada considerato per la detrazione del credito d'imposta sui proventi originati all'estero.

Vi sono poi dei problemi inerenti allo scambio di informazioni particolarmente sentito dalle Banche Centrali e strettamente collegato alla trasparenza e al corretto funzionamento dei mercati.

2.4. *Contratti economicamente collegati*

Esistono due diversi atteggiamenti che i regimi fiscali possono assumere nei confronti delle situazioni patrimoniali e delle strutture di portafoglio degli investitori: *linked approach* vs. *separate approach*.

Un ordinamento fiscale adotta un approccio «linked» quando considera le attività detenute dal contribuente in modo complessivo, badando cioè al loro risultato economico globale. Ciò avviene sia ai fini della classificazione dei proventi della posizione sia per la determinazione della base imponibile.

Quando, invece, è l'approccio «separate» a predominare significa che, ai fini fiscali, ogni attività che compone il portafoglio degli investimenti è considerata in modo autonomo e separato dalle altre.

La scelta dell'una o dell'altra prospettiva assume particolare rilevanza quando l'attività in questione è rappresentata da contratti derivati, ciò accade per due motivi:

1) il primo riguarda il diffuso utilizzo dei contratti derivati come strumenti di copertura. Se l'ordinamento fiscale non riconosce il legame economico che esiste tra le due posizioni (coperta e di copertura), adottando un approccio di tipo *separate*, potrebbero verificarsi delle asimmetrie (sia nelle caratterizzazione dei proventi, che nella tempistica dell'imposizione) tra i trattamenti fiscali dell'attività coperta e di copertura.

2) Il secondo riguarda le distorsioni che si potrebbero creare nelle scelte di investimento da parte del contribuente. La propensione verso un investimento in un determinato tipo di attività potrebbe infatti essere dettata da motivi fiscali e non economici. Ciò si verifica nei casi in cui due posizioni di investimento danno gli stessi risultati economici ma, essendo formalmente strutturate in modo diverso subiscono differenti trattamenti impositivi.

Tale problematica è strettamente connessa agli investimenti in prodotti derivati. Essi possono, infatti, essere facilmente utilizzati per replicare i risultati economici di altre attività, siano esse primarie o rappresentate da altri contratti derivati. Per esempio, come si illustrerà più avanti, un insieme di contratti *future* può essere strutturato in modo da dare gli stessi risultati economici di un contratto *swap* subendo però, data la diversa forma e denominazione, un regime impositivo differente.

Parrebbe più conforme ai principi di equità e semplicità l'adozione di un approccio che consenta di valutare la posizione di un investitore nella sua globalità, che tenga cioè in considerazione le *correlazioni economiche* che esistono tra le varie posizioni assunte. Tuttavia i problemi sarebbero comunque innumerevoli.

In particolare, sorgerebbero immediatamente dei dubbi circa l'interpretazione da dare al termine « correlazione »⁽⁴⁾: quanto stretto deve essere il rapporto tra due attività economi-

(4) Come vedremo, questo sarà un punto assai rilevante per la legislazione italiana. Infatti, per le operazioni «economicamente collegate» sono previsti dei regimi impositivi particolari.

che affinché possano definirsi *collegate*? Un'attività, o passività, può essere coperta contro i rischi utilizzando un portafoglio o è lecito parlare di « rapporto di copertura » solo in riferimento ad un unico strumento appositamente predisposto? La copertura contro i rischi può essere considerata come un investimento a sé stante o deve comparire solo quando il mercato presenta una particolare volatilità?

L'importanza di distinguere tra i due approcci può essere ulteriormente illustrata richiamando la distinzione fra transazioni di tipo OISA e transazioni di tipo non-OISA.

Il primo tipo di transazione è rappresentato da uno strumento « isolato ». Questo tipo di strumento finanziario è connotato da due caratteristiche e viene detto « *original issue, stand alone* », o semplicemente OISA:

- 1) i termini del contratto vengono definiti autonomamente dal contribuente con una singola controparte;
- 2) non presenta alcuna stretta connessione con le altre attività detenute contemporaneamente nel portafoglio dell'investitore.

Per esempio, un convenzionale accordo di prestito che non sia coperto contro rischi né dall'investitore né dalla controparte è una transazione OISA da entrambi i punti di vista.

In questo caso, per determinare il trattamento fiscale che grava sulla posizione, si fa ricorso al principio della *biforcazione*. Si procede, cioè, con il calcolo dei carichi fiscali che gravano sulle singole parti dell'investimento per poi individuare quello della transazione complessiva tramite la somma delle singole parti. L'aspetto più problematico è sicuramente dato dal fatto che la mera somma delle parti che compongono un investimento non sempre rispecchia esattamente il valore dello strumento considerato nel suo complesso e, di conseguenza, anche il debito d'imposta così calcolato potrebbe essere ingannevole e non perfettamente commisurato all'effettiva valenza economica dell'investimento.

Un esempio di transazioni di questo tipo sono i *contratti figurativi*: essi sono degli strumenti che prevedono il pagamento di somme di denaro da parte di un contraente ad un altro ad intervalli di tempo designati e tali flussi di denaro sono determinati in riferimento ad un indice applicato ad un capitale figurativo (o nozionale), che non verrà mai scambiato e

che serve solo come cifra di riferimento per il conteggio delle quote. Questi accordi sono essenzialmente combinazioni di contratti *future* regolabili in denaro e di opzioni. In effetti, un contratto figurativo può anche essere un prodotto derivato di un altro derivato.

Si presenta ora un esempio di come due investimenti in contratti derivati tramite i quali si ottengono gli stessi risultati economici vengano gravati di carichi fiscali differenti a causa della diversa forma con cui sono stati denominati. Nel caso specifico, come quadro normativo di riferimento si considera la legislazione fiscale statunitense.

Si supponga che una parte firmi un accordo che la obblighi a pagare ogni tre mesi un ammontare di denaro che corrisponde ad una percentuale fissa, 10%, di un capitale nozionale di L. 100. La controparte si impegna invece a pagare, sempre ogni tre mesi, un ammontare di denaro che corrisponde ad una quota dello stesso capitale nozionale, questa volta però non computata in base ad un tasso fisso, ma utilizzando un tasso di interesse che varia in accordo all'andamento di un indice, supponiamo il LIBOR. Il capitale nozionale non viene di fatto mai scambiato tra le controparti, serve solo per il calcolo dei differenziali che trimestralmente vengono pagati.

Questo tipo di *interest rate swap* è praticamente equivalente ad una serie di contratti *future* da liquidare tramite regolamenti monetari a distanza di tre mesi l'uno dall'altro. Prendiamo, per esempio, un contratto *future* sugli Eurodollari trattato sul « Chicago Mercantile Exchange ». Questo contratto *future* è basato sull'indice LIBOR sui tassi di interesse sui depositi europei a tre mesi. Il contratto può essere pensato come equivalente ad un accordo di « dare a prestito » (nel caso di un acquirente, posizione lunga) o di « prendere a prestito » (nel caso di un venditore, posizione corta) fondi per un periodo di tre mesi, cominciando dal regolamento monetario del contratto *future* ad un tasso di interesse determinato attraverso il blocco della contrattazione del prezzo del *future* sul mercato regolamentato. Alla maturazione del contratto un certo ammontare di denaro verrà scambiato tra le parti in modo da riflettere il fatto che una posizione ha guadagnato valore e l'altra l'ha perso. Questi pagamenti dovuti alla maturazione dei contratti *future* alla fine di ogni trimestre sono praticamente equivalenti all'ammontare

netto che la posizione collegata al tasso di interesse variabile deve pagare (o ricevere) dalla parte collegata al tasso di interesse fisso sotto le condizioni di un *interest rate swap*.

Se si considera il regime fiscale vigente negli U.S.A. si pone chiaramente in evidenza come, usando il potere di « travestimento » proprio dei derivati, operazioni che hanno lo stesso significato economico ma denominazioni diverse subiscano imposizioni fiscali differenti.

In accordo ai regolamenti che si riferiscono ai contratti figurativi, i pagamenti periodici dovuti ad un *interest rate swap* sono tassati secondo il metodo dell'attribuzione della competenze. Le somme così maturate sono riconosciute come redditi e spese ordinarie. Per contro, i guadagni o le perdite risultanti dall'equivalente serie di contratti *future* sugli Eurodollari sono rilevati secondo il principio di *mark-to-market* e, in assenza di una connotazione di copertura contro rischi della transazione, saranno considerati come guadagni in conto capitale.

Le transazioni non-OISA sono rappresentate da operazioni in contratti derivati che coinvolgono strumenti non originariamente emessi da o per il contribuente. Gli accordi non-OISA comprendono le posizioni di mercato funzionalmente integrate che contengono termini negoziati separatamente con una molteplicità di controparti. Per esempio, è una transazione non-OISA la combinazione di un prestito da B ad A e di un contratto *future* di copertura di tale prestito negoziato da A con C.

Transazioni apparentemente separate possono essere combinate in modo tale da cambiare la natura di ciascuna di esse considerate indipendentemente, spesso due controparti perdono la proprietà di essere l'una la posizione speculare dell'altra poiché ciascuna di esse ha « collegato » la propria posizione ad altre operazioni. Per esempio, uno strumento che può far aumentare il rischio per una parte può ridurlo per la controparte che ha intrapreso una posizione di mercato compensatrice con terzi.

Contrariamente a quanto succede per le transazioni OISA, gli accordi non-OISA non sono formati da componenti chiaramente connotati (*prepackaged*). L'assenza di *prepackaging* crea dei problemi nell'individuare quali particolari posizioni di mercato di un contribuente dovrebbero essere considerate per ana-

lizzare i rischi del contribuente e gli altri effetti economici della sua posizione.

In questo caso, il maggior problema ai fini dell'imposizione fiscale è di carattere definitorio. Per loro natura le transazioni di tipo non-OISA non contengono degli elementi standardizzati. Esse vengono, infatti, costruite *ad hoc* in modo da soddisfare le esigenze dei diversi investitori, è quindi difficile ricondurre i loro proventi a categorie di reddito predefinite e a cui corrisponde un univoco trattamento fiscale. In tali circostanze occorre far riferimento al risultato economico complessivo della posizione e procedere cercando di ricondurli a categorie di reddito imponibile note.

Mentre per gli strumenti OISA si presenta il problema di poter operare una disaggregazione o suddivisione in più parti di una transazione *prepackaged*; gli accordi non-OISA pongono la questione opposta, cioè se strumenti formalmente separati dovrebbero essere aggregati e quindi considerati unitamente.

3. Problemi fiscali specifici di ogni tipologia contrattuale

Si metteranno ora in evidenza le maggiori problematiche fiscali specifiche di ogni forma contrattuale.

3.1. I contratti future

Le maggiori problematiche che emergono in tema di tassazione dei contratti *future* — ed in generale, come si vedrà più avanti, anche alle altre forme di contratti derivati — attengono diversi aspetti.

Innanzitutto, non è chiaro a che categoria tributaria facciano capo (redditi da capitale, proventi ordinari, redditi diversi), il presupposto economico dei proventi o delle perdite non risiede, infatti, nell'impiego di capitale, dato che, in realtà, l'immobilizzo iniziale (margine) è del tutto irrisorio se paragonato al possibile risultato. Cruciale è anche la determinazione della tempistica con cui i proventi divengono rilevanti ai fini fiscali, si possono alternativamente adottare i principi di maturazione — *mark-to-market* — ovvero di realizzazione —

cash flow; come vedremo più avanti, tale scelta più avere delle forti ripercussioni sulle scelte di investimento del contribuente. Anche il computo della base imponibile (differenziali) presenta delle difficoltà che derivano, ancora una volta, dal fatto che non esiste alcun investimento iniziale di capitale e che quindi occorre far riferimento al calcolo dei differenziali: ciò comporta costi operativi a carico degli intermediari e la necessità di scambi di informazioni.

Un ultimo punto da considerare si riferisce alle diverse funzioni che i contratti *future* possono svolgere all'interno di una strategia di portafoglio. Essi possono, infatti, essere sottoscritti sia a scopi di copertura che di speculazione; tuttavia, data la rapidità degli scambi e delle dismissioni e ricomposizioni delle varie posizioni, non è sempre agevole attribuire una connotazione univoca. Ed anche quando ciò fosse possibile, non sempre i sistemi fiscali hanno a disposizione degli strumenti che possano tener conto di tale distinzione.

3.2. I contratti d'opzione

Per quanto riguarda il trattamento fiscale dei contratti d'opzione vi sono sostanzialmente due approcci cui conseguono due diversi regimi fiscali — essi si differenziano per tempi e modalità d'imposizione — del premio pagato al momento della stipula del contratto:

1) considerare le opzioni come strumenti completamente *indipendenti* dall'attività sottostante. In questo caso il promittente di una *call option* sarà soggetto a tassazione sul premio percepito al momento dell'emissione del contratto; se l'opzione viene esercitata, il premio non è considerato parte del prezzo pagato per l'acquisto dell'attività sottostante; se l'opzione viene riacquistata, il premio corrisposto viene tenuto in considerazione per determinare il reddito imponibile. Dal punto di vista del promissario il premio non ha invece rilevanza fiscale immediata, il premio trova riconoscimento fiscale quando l'opzione è ceduta, esercitata o giunge a scadenza.

Nei paesi in cui si adotta questo metodo di rilevazione (*separate approach*, secondo la definizione dell'OECD) possono verificarsi delle sostanziali asimmetrie nel trattamento fiscale. In-

fatti il premio viene tassato in capo al promittente ed al promissario in due momenti diversi.

2) Il secondo approccio considera l'opzione e l'attività sottostante in modo congiunto. In questo caso sia per il promittente che per il promissario, il premio non è immediatamente soggetto a tassazione, ma diviene parte del prezzo d'acquisto dell'attività sottostante quando l'opzione viene esercitata o conclusa.

3.3. *I contratti swap*

I maggiori problemi di natura fiscale riguardanti i contratti *swap* sono inerenti alla classificazione dei flussi di pagamento che vengono scambiati tra le parti. Spesso, vengono considerati come pagamenti di interessi, ma non sempre la categoria di reddito imponibile cui appartengono è di univoca determinazione.

Ciò consente di discriminare sull'esistenza di presupposti giuridici ai fini dell'applicazione di ritenute alla fonte, sia per quanto riguarda l'applicazione di norme interne sia per quanto riguarda l'applicazione di Trattati Internazionali contro le doppie imposizioni. Inoltre, le diverse denominazioni adottate, determinano la possibilità o meno di compensare profitti e perdite derivanti da altri investimenti.

