

Capitolo 2

L'IMPOSIZIONE FISCALE SUI DERIVATI NEI MAGGIORI PAESI EUROPEI E NEGLI USA

GIULIA GUFFANTI - CLAUDIO BIANCHI

A seguito delle difficoltà di ordine concettuale ed applicativo illustrate nel capitolo precedente le normative sulla tassazione degli strumenti derivati adottate nei principali Paesi europei e negli Stati Uniti sono caratterizzate da un alto grado di disomogeneità.

Nella maggioranza dei Paesi non esiste ancora una normativa specifica che regolamenti la contabilizzazione e la tassazione degli strumenti derivati. Occorre in questo caso tentare un'applicazione dei principi generali dell'imposizione fiscale.

Inoltre nei Paesi in cui sono state introdotte (Danimarca, Francia, Regno Unito e Stati Uniti) le normative specifiche presentano una copertura a volte parziale essendo indirizzate a particolari categorie di strumenti (es. contratti standardizzati trattati su mercati organizzati) e/o di investitori (es. società finanziarie).

La prima parte del presente capitolo si propone di illustrare tali differenze descrivendo il trattamento fiscale di *future option* e *swap* in Danimarca, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti. Tuttavia proprio a causa delle difformità fra le legislazioni di questi paesi non è stato possibile redigere delle schede con una struttura omogenea.

La seconda parte del capitolo propone un approfondimento relativo ad uno degli ultimi prodotti dell'innovazione nel campo dei derivati: i *credit derivative*.

1. Danimarca

I principi fondamentali del sistema fiscale danese sono contenuti nelle Sezioni 4-6 del Danish State Tax Act.

Nella *Sezione 4* si stabilisce che il reddito imponibile è dato dalla totalità del reddito prodotto indipendentemente dal fatto che la fonte sia in Danimarca o all'estero. Nella *Sezione 6* si stabilisce che le spese ed i costi affrontati durante l'anno fiscale allo scopo di acquistare, gestire e mantenere il reddito imponibile sono deducibili.

Nella *Sezione 5* si stabilisce invece che i guadagni o le perdite dovuti ad un aumento di valore di proprietà detenute dall'investitore non rientrano tra i proventi soggetti a tassazione. In realtà, il regime di esenzione concesso ai redditi da capitale dalla *Sezione 5* è stato severamente limitato in seguito alla promulgazione di una legislazione specifica. Così, attualmente, il regime impositivo dei contratti finanziari è definito dal *Capital Gains Act*, mentre la tassazione degli investimenti azionari segue le disposizioni contenute nel *Act on Taxation of Gains on Shares*.

L'introduzione di una legislazione specifica inizia nel 1987 con l'istituzione di un apposito Comitato (*Options Committee*) con il compito di esaminare il regime impositivo delle opzioni e di proporre nuove regole fiscali. Nel 1988 Il Comitato pubblica il Rapporto n. 1139 sulla tassazione degli strumenti finanziari che costituisce il fondamento della L. n. 6, 27 dicembre 1990, entrata in vigore nel luglio del 1991. Le disposizioni normative che regolano la tassazione dei contratti finanziari sono state successivamente incorporate nella *Sezione n. 8* del *Capital Gains Act*, ed hanno effetto sui contratti stipulati in data posteriore al 1° luglio 1991.

I proventi derivanti dai contratti finanziari sono assoggettati a tassazione indipendentemente dal regime fiscale sull'attività sottostante.

I guadagni e le perdite sono sottoposti ad imposizione *simmetrica*: tutti i guadagni sono tassabili e tutte le perdite sono deducibili. Tuttavia, il principio di « *source limitation* » limita la deducibilità delle perdite ai soli guadagni che derivano dalla stessa fonte.

L'imputazione dei guadagni e delle perdite avviene secondo principio di *separazione* per il quale i contratti finanziari sono considerati in modo autonomo ed indipendente rispetto all'attività sottostante

Ai fini fiscali il calcolo della base imponibile avviene in generale secondo il principio del *mark-to-market*.

1.1. *Elementi di differenziazione tra i regimi impositivi sulle persone fisiche e sulle società*

La tassazione è *generale* in quanto le medesime regole fiscali si applicano sia alle persone fisiche che alle persone giuridiche con poche eccezioni che riguardano l'aliquota d'imposta, l'anno fiscale di riferimento e l'applicazione del principio di *source limitation*.

L'aliquota d'imposta societaria per la tassazione dei proventi da contratti finanziari è pari al 34%. Per le persone fisiche occorre distinguere due situazioni. In un primo caso, i proventi dei contratti finanziari sono annoverati tra i ricavi da investimenti di portafoglio e perciò l'aliquota d'imposta marginale massima ammonta al 60%. Per le persone fisiche che svolgono attività d'impresa possono optare per un regime fiscale particolare secondo il quale tutti i redditi sono tassati con un'aliquota pari al 34%.

Per procedere alla determinazione della base imponibile occorre definire un riferimento temporale che stabilisca la durata dell'anno d'imposta. Per le persone fisiche tale riferimento è dato dall'anno solare e per le società occorre considerare l'anno contabile d'esercizio.

Infine il principio di *source limitation* è diversamente applicato.

In generale il principio stabilisce che le perdite che derivano dalla vendita di contratti finanziari basati su attività azionarie siano deducibili solo dai guadagni realizzati con contratti dello stesso tipo nei 5 anni precedenti. Per le persone fisiche tale regola risulta applicabile anche nel caso in cui le perdite derivino dall'acquisto di contratti ed anche se non sono basati su attività azionarie. Sempre che gli investimenti in questione non siano strettamente connessi all'attività svolta dalla persona fisica.

1.2. *Problematiche più rilevanti*

In Danimarca, le maggiori incertezze sui contratti finanziari derivano dalla definizione dei tipi di contratti che rien-

trano in tale categoria e che quindi ricadono nel campo d'applicazione dell'Act.

In alcuni casi è necessario scomporre lo strumento in questione in più componenti e stabilire se la disciplina fiscale dei contratti finanziari sia applicabile al contratto nel suo complesso o solamente a sue singole parti.

Il Rapporto n. 1139 enuncia una pluralità di condizioni che un contratto deve soddisfare per essere annoverato tra i «contratti finanziari» e, di conseguenza, assoggettato alla legislazione tributaria stabilita dal Capital Gains Act. Esse sono:

La presenza di un accordo. Non c'è una specifica disposizione che regoli il perfezionamento di un contratto finanziario e sono pertanto valide le disposizioni generali sulla conclusione dei contratti. È necessario che sussista un accordo, sia esso scritto o orale, bilaterale (come nel caso di contratti *forward*) o unilaterale (come nel caso di contratti d'opzione).

Definizione dell'ammontare dell'attività sottostante. Non deve essere soddisfatto nessun requisito per quanto riguarda la natura dell'attività sottostante ma, al momento della stipula, deve essere fissato il suo esatto ammontare.

Definizione dell'evento condizionale. Quando gli effetti del contratto dipendono dal verificarsi di un certo evento, allora tale evento deve essere ben specificato e, se il suo verificarsi non può essere in alcun modo influenzato dalle parti, le conseguenze del regime fiscale vengono differite al momento in cui tale evento effettivamente si realizza.

Deve essere chiaramente specificata nel contratto la data di scadenza per i contratti *forward* e le opzioni europee e la data entro la quale è possibile esercitare l'opzione per i contratti d'opzione di tipo americano.

Deve, infine, essere fissato il prezzo nel contratto.

Sia i contratti *future* che i contratti d'opzione soddisfano i requisiti appena elencati.

Per quanto riguarda i contratti *swap*, non sempre è certo stabilire se rientrino nella categoria dei contratti finanziari e di conseguenza se sono soggetti alla legislazione fiscale stabilita dal Capital Gains Act. Per agevolarne la classificazione, tali strumenti possono essere scomposti in una serie di contratti *forward*.

1.3. Meccanismi di tassazione

Per il riconoscimento dei proventi imponibili viene generalmente adottato il principio di *mark-to-market*. Le perdite ed i guadagni vengono calcolati come differenza fra valore del contratto alla fine dell'anno fiscale e valore iniziale. Se il contratto è stato stipulato nel corso dell'anno o se viene concluso anticipatamente il valore di riferimento diventa il prezzo d'acquisto, ovvero il prezzo di vendita.

Sotto determinate condizioni le autorità fiscali possono concedere al contribuente di calcolare la base imponibile in base al principio di realizzazione. In questo caso l'onere della prova è a carico dell'investitore.

Il metodo di rilevazione dei guadagni e delle perdite adottato dalla legislazione fiscale è indipendente dai metodi utilizzati per la contabilizzazione. Infatti, in campo civilistico non esistono disposizioni specifiche riguardanti i contratti finanziari con l'eccezione di differire il pagamento delle tasse su contratti finanziari intrapresi allo scopo di coprire delle attività contro il rischio di cambio fino al momento in cui l'attività coperta sia realizzata (*hedge accounting*).

I costi di commissione per la stipula del contratto sono inclusi nella base imponibile e, quindi, deducibili.

Per le opzioni il premio è considerato costo d'acquisto del contratto che è deducibile quando l'opzione perde valore e viene abbandonata.

Per quanto riguarda i contratti *forward*, il margine iniziale e i margini di variazione sono considerati come pagamenti « in acconto » e non vengono perciò inseriti nella base imponibile.

Per gli investimenti in contratti *swap* occorre distinguere tra pagamenti periodici, pagamenti non periodici e pagamenti finali. Nel primo caso, i flussi di pagamento sono normalmente inclusi nel computo della base imponibile; nel secondo, sono tenuti in considerazione ai fini fiscali nel momento in cui avviene il pagamento. Per quanto riguarda i pagamenti finali non vi sono conseguenze fiscali al momento del pagamento dato che l'imposizione avviene in modo continuo grazie al principio del *mark-to-market*.

I proventi che derivano dai contratti finanziari sono inclusi tra i redditi ordinari e, quindi, guadagni e perdite da tali contratti sono compensati con proventi e perdite da altre fonti.

1.4. Regole anti-elusione

L'ordinamento danese prevede il meccanismo del *mark-to-market* per la rilevazione dei proventi e la regola di *source limitation* che limita la misura della deducibilità delle perdite per circoscrivere la possibilità di attuazione di strategie elusive.

Il meccanismo del *mark-to-market* è volto alla prevenzione di strategie elusive che si avvalgono della possibilità di differire nel tempo il pagamento delle imposte (*tax timing option*). Tale opportunità si presenterebbe nel caso in cui fosse adottato il principio di realizzazione e l'investitore sottoscrivesse una transazione di tipo *straddle*⁽¹⁾. Quest'operazione è attuata combinando posizioni opposte ma equivalenti sugli stessi contratti. Per esempio, la sottoscrizione contestuale di una posizione corta e di una lunga sui medesimi contratti *future* rappresenta un'operazione di tipo *straddle*. L'investitore potrebbe chiudere il contratto in perdita immediatamente prima della fine dell'anno fiscale e posticipare la chiusura del contratto vincente.

L'attuazione di strategie elusive sarebbe, in realtà, possibile anche in assenza di limitazioni alla deducibilità delle perdite derivanti da contratti finanziari basati su investimenti azionari e detenuti da persone fisiche.

Infatti, i guadagni da investimenti azionari detenuti per un periodo superiore ai tre anni sono normalmente esenti da tassazione. Consideriamo un investitore che acquisti delle azioni e simultaneamente sottoscriva (posizione *short*) dei contratti *future* con una scadenza a tre anni sulle stesse azioni. Se dopo tre anni il prezzo delle azioni sarà diminuito la azioni saranno vendute appena prima dello scadere dei tre anni realizzando così delle perdite deducibili; se il prezzo delle azioni sarà aumentato, allora le azioni potranno essere vendute subito dopo lo scadere dei tre anni in modo da beneficiare dell'esenzione. Se la vendita delle azioni comportasse una perdita, i contratti *future* registrerebbero un guadagno. Se, d'altra parte, la vendita delle azioni comportasse un guadagno, esso sarebbe esente da imposte mentre le perdite derivanti dall'investimento

⁽¹⁾ Si rimanda alla seconda parte di questo lavoro per una più approfondita analisi e descrizione sia delle strategie elusive che delle operazioni di tipo *straddle*.

in *future* produrrebbe delle perdite deducibili. Il risultato dell'intera operazione dopo l'imposizione sarebbe quindi sempre non negativo.

Tenuto conto di tale possibilità i contratti finanziari basati su attività azionarie sono soggetti alla regola di *source limitation* che regola la deducibilità delle perdite, sia nel caso in cui gli investitori siano persone giuridiche che nel caso in cui siano delle persone fisiche. Le perdite derivanti da contratti finanziari su azioni sono deducibili dal reddito imponibile solo se nei 5 anni precedenti siano stati realizzati con lo stesso tipo di azioni guadagni soggetti ad imposta.

1.5. Aspetti internazionali

Non vi sono disposizioni specifiche per i contratti derivati in materia di tassazione dei proventi da posizioni assunte internazionalmente. Valgono perciò i principi generali.

L'ordinamento fiscale danese dispone che i redditi ovunque prodotti e facenti capo a soggetti *residenti* siano pienamente soggetti al sistema impositivo vigente; mentre, i redditi prodotti in Danimarca da investitori *non-residenti* ne sono soggetti solo parzialmente.

2. Francia

2.1. Persone giuridiche

La Francia ha progressivamente introdotto nel suo ordinamento un regime fiscale specifico per gli strumenti finanziari largamente ispirato alla legislazione americana.

Il trattamento fiscale dipende:

- dalle modalità di valutazione;
- dallo scopo del contratto;
- dal soggetto cui fa capo l'operazione.

Non sono invece rilevanti nel sistema fiscale francese sia la caratterizzazione dei proventi come ordinari o in conto capitale sia la distinzione tra i profitti derivanti da operazioni di tipo « trading » o « non trading ».

Con riferimento alla valutazione la legislazione francese distingue fra i contratti standardizzati trattati sui mercati regolamentati, che devono essere valutati al prezzo di mercato alla fine di ogni periodo fiscale, ed i contratti trattati *over the counter* per cui tale valutazione non è obbligatoria. I derivati su valute straniere sono inclusi automaticamente tra gli strumenti da valutare al prezzo di mercato, indipendentemente dalle loro caratteristiche di liquidità.

Lo scopo del contratto determina se una società può beneficiare o meno della possibilità di differire nel tempo la tassazione dei guadagni non ancora realizzati. Infatti, per le sole operazioni di copertura sono previste delle regole che rendono opzionale il differimento dei guadagni mentre obbligano le società a differire le perdite.

Ci si può avvalere del differimento opzionale dei guadagni in due casi. Il primo si verifica quando un contratto *future* viene sottoscritto per coprire un'attività i cui effetti si manifesteranno in uno dei due anni successivi. I guadagni non ancora realizzati possono essere differiti al massimo per due anni. Il secondo si ha quando si sottoscrive uno strumento derivato su valute estere. I guadagni non ancora realizzati dello strumento di copertura sono tenuti in considerazione ai fini fiscali solo quando si manifestano le perdite dell'attività coperta, indipendentemente dalla durata dell'attività.

Per quanto riguarda il trattamento delle perdite di un'operazione di copertura la legislazione fiscale prevede che sia le perdite realizzate che quelle latenti possono essere dedotte nella misura in cui eccedono i guadagni non ancora divenuti rilevanti ai fini fiscali sull'attività coperta. Quindi, mentre le perdite che corrispondono ai guadagni non ancora tassati devono essere differite, le perdite che eccedono i guadagni non tassati sono immediatamente deducibili.

Quest'ultima regola s'ispira alle *anti-straddle rules* statunitensi. L'applicazione di tali regole trova la sua giustificazione nella simmetria dell'operazione ed è quindi indipendente dall'intento del contraente.

Infine, la legislazione francese prevede trattamenti fiscali differenziati per particolari categorie di soggetti. Ad esempio per gli istituti di credito i proventi e le perdite derivanti dall'utilizzo di *swap* su tassi di interesse o su valute e di contratti *for-*

ward sono inseriti nella base imponibile anche se non ancora realizzati quando tali operazioni sono intraprese con finalità di copertura. Se, invece, lo scopo è speculativo, gli istituti di credito non sono autorizzati a dedurre le perdite non ancora realizzate.

Occorre poi sottolineare come nella prassi i proventi da derivati non sono soggetti a ritenute alla fonte e siano esenti dall'imposta sul valore aggiunto.

2.2. *Persone fisiche*

I prodotti derivati sono considerati strumenti indipendenti dall'attività sottostante ed il regime fiscale differisce a seconda che l'investimento sia effettuato direttamente o tramite un intermediario. Nel primo caso occorre distinguere ulteriormente a seconda che le transazioni avvengano in modo occasionale o abituale. Se l'investitore opera in modo occasionale allora l'aliquota da applicare è pari a 19,4% e si segue il principio di realizzazione per determinare il momento e l'ammontare degli utili tassabili. Se l'investimento in derivati è considerato operazione abituale i proventi sono sottoposti all'ordinaria tassazione personale progressiva.

Se l'investimento in strumenti derivati è effettuato attraverso una società di investimento la tassazione è in capo all'investitore al momento della distribuzione degli utili e si applica l'aliquota progressiva con il beneficio del credito d'imposta.

3. **Germania**

3.1. *Persone giuridiche*

In Germania non esistono regole contabili o fiscali specifiche per i contratti derivati. Si applicano, pertanto, i principi generali di tassazione ad eccezione di alcune disposizioni particolari relative alle banche. L'applicazione di tali principi verrà qui di seguito illustrata distintamente per contratti *future*, *option* e *swap*.

Relativamente ai contratti *future* occorre distinguere fra contratti trattati come attività autonome e contratti trattati

congiuntamente ad altre attività detenute in portafoglio tipicamente come strumenti di copertura.

Nel primo caso non si ha alcuna conseguenza contabile o fiscale fino al momento di chiusura del contratto, fatta eccezione per le perdite maturate considerate deducibili.

Il margine iniziale e le variazioni successive sono contabilizzate come « altre attività o passività ».

Se il contratto è perfezionato con la consegna del sottostante, il compratore deve iscriverlo in bilancio decurtato di quanto eventualmente maturato sul conto deposito.

Se il *future* è chiuso prima della scadenza con una transazione uguale e di segno opposto, i guadagni o le perdite realizzati (calcolati come differenza tra il prezzo d'acquisto del *future* originario e quello compensativo decurtato del valore delle variazioni del conto deposito) sono iscritti in bilancio come costi o ricavi.

Nel caso in cui il *future* sia utilizzato come strumento di copertura di un'altra attività le condizioni sotto le quali contratto derivato e sottostante debbano essere considerati unitariamente sono determinate dai principi contabili generali. La perdita derivante dall'attività coperta deve dipendere dalle stesse cause da cui dipendono i guadagni dell'attività di copertura. Se l'attività coperta genera una perdita, l'attività di copertura deve necessariamente generare un guadagno. Il guadagno atteso dell'attività coperta deve essere esattamente simmetrico rispetto a quello dell'attività di copertura. Inoltre deve esistere un rischio di fluttuazione e le attività devono avere in comune la dipendenza da un tasso di interesse o di cambio, la scadenza oppure il volume.

Ricorrendo queste condizioni, *future* e attività coperta sono trattati unitariamente e perdite e guadagni potenziali che si compensino esattamente non vengono contabilizzate.

La distinzione fra attività autonome ed attività di copertura è rilevante anche nella disciplina dei contratti di opzione.

Le opzioni acquistate da una società senza obiettivi di copertura sono contabilizzate al prezzo del premio pagato ma solo se tale premio eccede il valore corrente di mercato del sottostante.

Qualora la società decida di esercitare un'opzione *call*, il sottostante è iscritto in bilancio al prezzo d'esercizio più il

book-price (valore contabilizzato). Nel caso di opzioni *put* il *book price* va a ridurre i ricavi connessi alla vendita del sottostante.

Se l'opzione non è esercitata, il *book price* è iscritto in bilancio come spesa.

Quando l'opzione non viene esercitata ma chiusa prima della scadenza con la sottoscrizione di un contratto opposto, la differenza tra premio ricevuto per la vendita dell'opzione opposta ed il *book value* dell'opzione originaria viene contabilizzata come ricavo o spesa, indipendentemente dal fatto che la *option* originaria sia di tipo *put* o *call*.

Di contro, se una società tedesca vende un'opzione, il premio ricevuto viene iscritto in bilancio come « altre passività » e non tra i ricavi poiché il trattamento successivo dell'opzione venduta dipende dall'esecuzione dell'opzione da parte dell'acquirente (transazione incompleta).

La perdita maturata, definita come differenza tra prezzo attuale (al netto del premio ricevuto) e *striking price*, deve essere iscritta in bilancio come perdita anticipata derivante da transazioni incomplete.

Se una *call option* venduta da una società viene esercitata, questa deve iscrivere in bilancio come ricavi sia i titoli venduti al prezzo d'esercizio sia il premio ricevuto. Nel caso di opzione *put*, la società acquista il sottostante al prezzo predeterminato e lo iscrive in bilancio decurtato del valore del premio ricevuto.

Se l'opzione venduta dalla società non viene esercitata, il premio precedentemente trattato come « altre passività » deve essere considerato tra gli utili commerciali.

Quando l'opzione viene chiusa dalla società attraverso la sottoscrizione di una transazione di segno opposto, la differenza tra il premio pagato per l'opzione opposta e il *book value* dell'opzione originaria viene trattata come utile o perdita commerciale. Il margine iniziale e le sue variazioni sono contabilizzati in forma di « altre attività ».

Se l'opzione non è esercitata, i margini sono restituiti al venditore dell'opzione o vanno a ridurre il prezzo di vendita del bene sottostante (*put*) o sono restituite in caso di un'opzione *call*. Se invece l'opzione non è esercitata dall'acquirente, ma chiusa dal venditore prima della scadenza attraverso la sottoscrizione di un'opzione opposta, i margini pa-

gati vanno a ridurre il premio da pagare per l'acquisto della nuova opzione.

Nel caso in cui le opzioni siano sottoscritte a scopo di copertura, i guadagni e le perdite saranno valutate solo nella misura in cui eccedano le perdite o i guadagni dell'attività coperta. Ad esempio, nel caso di copertura contro il rischio di fluttuazione dei tassi a lunga o dei tassi di cambio, l'opzione acquistata e l'attività sottostante sono considerati unitariamente: così un aumento del tasso d'interesse o una fluttuazione del tasso di cambio non sono considerati nella misura in cui un guadagno potenziale connesso al possesso delle opzioni ugualia o è superiore alla perdita non realizzata.

L'esistenza di una funzione di copertura deve essere valutata applicando i principi contabili generali già illustrati per i contratti *future*.

Per quanto riguarda gli *swap*, un contratto isolato è considerato come una transazione incompleta che non è tassata fino alla scadenza (anche se è ammessa la deduzione delle perdite maturate). Le spese iniziali sono deducibili.

Nel caso di *swap* di copertura, perdite e guadagni che si compensino con i guadagni o le perdite delle attività coperte, non sono assoggettati a tassazione. Le perdite eccedenti sono considerate perdite anticipate, e quindi deducibili, mentre i guadagni eccedenti non sono imponibili.

3.2. Persone fisiche

In questo caso limitiamo l'attenzione ai contratti *future* e alle opzioni.

Con riferimento ai *future* occorre distinguere fra contratti che prevedono la consegna dell'attività sottostante e contratti che vengono perfezionati tramite il regolamento in denaro dei differenziali.

Nel primo caso la transazione genera redditi imponibili in quanto rientra nella categoria delle transazioni speculative. È necessario tuttavia che il venditore del contratto abbia detenuto le attività per non più di sei mesi (alla data in cui il contratto *future* viene concluso, indipendentemente dalla data prevista per la consegna). Nel secondo caso, le transazioni sono dette « marginali » e, non rientrando in nessuna fattispecie pre-

vista dall'ordinamento fiscale tedesco, gli eventuali redditi non sono assoggettati ad imposta.

La caratterizzazione dell'attività sottostante come consegnabile dipende da tutte le circostanze di fatto. Per esempio, supponiamo che un investitore acquisti contratti *future* su titoli di stato tedeschi. In questo caso nulla impedisce l'effettiva consegna dell'attività. Tuttavia nella quasi totalità dei casi tali contratti sono conclusi tramite liquidazione monetaria e pertanto la transazione è comunque classificata come « marginale » risultando non imponibile.

Gli investitori stranieri non sono soggetti ad imposta sulle attività speculative.

Ai fini della determinazione dell'imposta sulle opzioni sono invece rilevanti il regime d'imposizione del premio e l'imponibilità dei profitti e delle perdite alla conclusione del contratto.

Il premio è considerato una somma di denaro pagata per lo svolgimento di « *altre attività* » e, rientrando quindi in una categoria prevista dall'ordinamento fiscale tedesco, è imponibile.

Le spese o le perdite sostenute in connessione al contratto stesso non sono deducibili dal premio poiché rientrano in categorie fiscali differenti.

Se l'opzione è chiusa con la sottoscrizione di un contratto di segno contrario è possibile compensare il premio ricevuto con quello pagato e pagare le imposte solo sull'eventuale eccedenza.

Se l'opzione viene abbandonata non vi sono particolari effetti fiscali.

Se l'opzione viene conclusa tramite liquidazione monetaria viene considerata come una transazione « marginale » e perciò non imponibile.

4. Italia

4.1. Persone giuridiche

La disciplina fiscale, per i soggetti creditizi e finanziari, delle operazioni fuori bilancio, tra le quali il Testo Unico delle Imposte sui Redditi inserisce i contratti derivati, è contenuta nell'art. 103-*bis* del T.U.I.R. Per le altre persone giuridiche, le

operazioni fuori bilancio hanno rilevanza fiscale nei limiti e nella misura previsti dalle norme generali sulle valutazioni.

Il *Comma 1* della norma citata stabilisce che alla formazione del reddito d'impresa degli enti creditizi e finanziari concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni fuori bilancio di contratti derivati in corso alla data di chiusura dell'esercizio, indipendentemente dal fatto che tali posizioni siano state intraprese a scopo di negoziazione o di copertura.

Il *Comma 2* determina poi i criteri di valutazione, rinviando direttamente a quelli previsti dal D.Lgs. n. 87/92 ed indirettamente alle istruzioni della Banca d'Italia contenute nel provvedimento emanato il 16/1/1995, per le seguenti tipologie contrattuali:

- i contratti derivati che costituiscono immobilizzazioni finanziarie
- i contratti derivati che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie
- i contratti derivati su valute

Sempre al comma 2 vengono richiamati i principi di *separatezza valutativa* e di *coerente valutazione*. Il primo impone che ciascuna operazione assuma autonoma rilevanza cosicché le operazioni iscritte in bilancio e quelle fuori bilancio devono essere valutate separatamente. Il secondo deroga al primo imponendo valutazione simmetrica delle attività o passività nei casi di operazioni tra loro *economicamente collegate* e che presentino caratteristiche tecnico-finanziarie comparabili.

Per la concreta applicazione dei criteri di valutazione richiamati dall'art. 103-bis, occorre tenere presente che il D.Lgs. n. 87/1992 estende alle operazioni «fuori bilancio» le regole stabilite per le attività «in bilancio». È necessario, quindi, adattare la terminologia tradizionale alle esigenze specifiche delle operazioni «fuori bilancio».

In particolare, nell'applicazione del criterio di valutazione al «minore tra il costo e il prezzo di mercato» occorre tenere presente che per le operazioni «fuori bilancio» normalmente non esiste un costo già contabilizzato da confrontare con il valore di mercato; pertanto, il confronto deve essere operato tra due valori stimati: quello alla data di stipula o di precedente va-

lutazione e quello alla data di chiusura dell'esercizio con riferimento al quale la valutazione viene effettuata.

La legislazione tributaria non si adatta però completamente a quella civilistica, per esempio, per quanto concerne i componenti negativi, il secondo comma dell'art. 103-bis del Tuir prevede delle limitazioni alla deducibilità. Stabilisce, infatti, un limite superiore per l'ammontare dei componenti negativi che si possono portare in deduzione, tale limite è individuato dalla differenza tra il valore del contratto o della prestazione alla data di stipula o a quella di chiusura dell'esercizio precedente (per i contratti che hanno già formato oggetto di valutazione), e il corrispondente valore alla data di chiusura dell'esercizio (« valore finale ») con riferimento al quale la valutazione viene operata⁽²⁾.

I criteri fiscali di valutazione da utilizzarsi nella quantificazione del « valore finale » sono differenziati per classi di contratti, per i contratti uniformi a termine negoziati su mercati regolamentati si assume l'ultima quotazione rilevata entro la fine dell'esercizio.

Il Comma 3 dell'art. 103-bis del Tuir tratta le operazioni di copertura di attività/passività fruttifere di interessi, sostanzialmente riassumendo le disposizioni fornite dai citati D.Lgs. 87/92 e « istruzioni » della Banca d'Italia.

La norma dispone che *«...se le operazioni "fuori bilancio" sono poste in essere con finalità di copertura dei rischi relativi ad attività e passività produttive di interessi, i relativo componenti positivi e negativi concorrono a formare il reddito, secondo lo stesso criterio di imputazione degli interessi, se le operazioni hanno finalità di copertura di rischi connessi a specifiche attività o passività (un solo tipo di titolo), ovvero secondo la durata del contratto, se le operazioni hanno finalità di copertura di rischi connessi ad insiemi di attività o passività (copertura generica) ».*

(2) Questa divergenza tra la disciplina tributaria e quella fiscale (dato che il limite alla deducibilità è stato autonomamente introdotto dall'art. 103-bis del Tuir) pone l'esigenza di una doppia verifica di natura tributaria: 1. occorre verificare la compatibilità tra il criterio civilistico e quello fiscale di valutazione dell'operazione « fuori bilancio »; 2. occorre valutare la compatibilità tra il criterio di valutazione fiscale dell'operazione « fuori bilancio » e di quella « in bilancio » ad essa eventualmente collegata.

Tabella 1 - Schema del regime impositivo dei contratti derivati in capo agli enti creditizi e finanziari.

ALIQUOTA	37%	
BASE IMPONIBILE	CONTRATTI APERTI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	CONTRATTI CONCLUSI ENTRO L'ESERCIZIO
	I differenziali positivi maturati, risultanti dalle valutazioni di fine esercizio	I differenziali realizzati
DISTRIBUZIONE TEMPORALE	UTILIZZATI A SCOPO DI NEGOZIAZIONE	UTILIZZATI CON FINALITÀ DI COPERTURA
	I differenziali maturati che risultano dalle valutazioni di fine esercizio concorrono interamente alla formazione del reddito imponibile.	I differenziali positivi, valutati a fine esercizio, concorrono alla formazione del reddito imponibile secondo una scansione temporale propria del titolo coperto se si tratta di <i>copertura specifica</i> ; secondo una scansione temporale propria del titolo sottostante al contratto derivato se si tratta di una <i>copertura generica</i> (di un portafoglio di titoli).
LIMITI ALLE MINUSVALENZE	Il limite superiore dell'ammontare dei componenti negativi non può eccedere la differenza tra il valore del contratto o della prestazione alla data di stipula o alla chiusura dell'esercizio precedente e il corrispondente valore alla data di chiusura dell'esercizio. Per quantificare il « valore finale » si assume, per i contratti a termine uniformi negoziati in mercati regolamentati, l'ultima quotazione rilevata entro la chiusura dell'esercizio.	

Riquadro 1 - Norme civilistiche per la contabilizzazione e la valutazione dei contratti derivati.

CLASSIFICAZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI

Classificazione	Tipologia del contratto
Attività non-immobilizzata	1) posizioni intraprese a scopo di negoziazione 2) posizioni intraprese a scopo di copertura di attività non-immobilizzate
Attività immobilizzata	Posizioni intraprese a scopo di copertura di attività immobilizzate

IMPUTAZIONE DEI DIFFERENZIALI DEI CONTRATTI DERIVATI

Voce di Bilancio	Tipologia del contratto
Profitti e perdite da operazioni finanziarie	1) posizioni intraprese a scopo di negoziazione 2) contratti che coprono dei titoli non-immobilizzati con durata superiore ad un anno
Interessi	Posizioni intraprese a scopo di copertura
Ripresa (o rettifica) di valore	Contratti che coprono delle immobilizzazioni e sono ancora aperti alla chiusura dell'esercizio

CRITERI DI VALUTAZIONE

A.1) Copertura di contratti immobilizzati

Aperti: si usa il criterio del « costo », non vengono rilevati né i differenziali positivi né quelli negativi, coerentemente al criterio di valutazione dell'attività sottostante.

Copertura specifica, i differenziali vengono imputati a conto economico secondo una distribuzione temporale propria degli interessi del titolo coperto;

copertura generica, i differenziali vengono contabilizzati in base alla durata del contratto derivato.

A.2) COPERTURA DI CONTRATTI NON-IMMOBILIZZATI

Istruzioni della Banca d'Italia: nelle istruzioni del 16/1/1995 la Banca d'Italia stabilisce che i differenziali delle attività « fuori bilancio » monoflusso (per esempio i contratti *future*) che sono usati per coprire

delle attività non-immobilizzate devono essere imputati a bilancio *integralmente*. Ciò significherebbe valutare i contratti derivati sempre al «mercato», indipendentemente dal criterio di valutazione adottato per l'attività coperta.

D.Lgs. n. 87/92, come poi recepito dalla normativa fiscale con l'art. 103-bis del Tuir: stabilisce di *valutare in modo coerente* le attività tra loro economicamente collegate, tra cui in primo luogo, le attività di copertura e le quelle da loro coperte.

Attività finanziarie non-immobilizzate: si possono valutare alternativamente al «costo» oppure al «minore tra il costo e il mercato».

Se l'attività coperta viene valutata al mercato non ci sono incongruenze. Quando per la valutazione dell'attività coperta si opta per il criterio valutativo del «minore tra il costo e il mercato», le due disposizioni cadono in contraddizione.

Si può così apprezzare come l'esistenza di particolari regole per le operazioni di copertura abbiano effetti sostanziali sulla determinazione del reddito imponibile, si illustrerà questa problematica con un esempio riferito ai contratti *future*:

Esempio 1

	Titolo		Future			Risultato netto	Posizione complessiva	
	Prezzo 31/12	Locom ⁽³⁾	Prezzo 31/12	Mercato	Locom	Prezzi 31/12	Criteri separati ⁽⁴⁾	Val. coerenti ⁽⁵⁾
Rival (tit) > Sval (fut)	+10	—	- 5	- 5	- 5	+5	- 5	—
Rival (tit)< Sval (fut)	+10	—	-15	-15	-15	-5	-15	-5
Sval (tit)< Rival (fut)	- 5	- 5	+10	+10	—	+5	+ 5	—
Sval (tit)> Rival (fut)	-10	-10	+ 5	+ 5	—	-5	- 5	-5

Fonte: PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*.

B) CONTRATTI DI NEGOZIAZIONE

Si può scegliere alternativamente tra due metodi di valutazione:

- 1) il «valore di mercato»;

2) il « minore tra il costo e il valore di mercato ». In questo caso verranno rilevate solo eventuali perdite, mentre i guadagni non verranno mai contabilizzati.

Note:

⁽³⁾ Locom = minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato.

⁽⁴⁾ Applicazione di quanto viene disposto dalle istruzioni della Banca d'Italia: il contratto derivato viene sempre valutato al « mercato », mentre l'attività coperta al « locom ».

⁽⁵⁾ Si valuta l'intera posizione: si applica il criterio « locom » al risultato netto complessivo. Come disposto dal D.Lgs. n. 87/92.

Se le operazioni in derivati vengono *concluse nel corso dell'esercizio* concorrono normalmente alla formazione del reddito imponibile d'impresa, e contemporaneamente ne saranno deducibili le perdite, dato che non si presentano problemi di incertezza, inerenza od oggettiva determinabilità. Saranno deducibili anche le commissioni pagate all'intermediario per le operazioni di compravendita sul mercato a termine.

Per entrambe le tipologie di soggetti, utili e perdite si rilevano soltanto alla chiusura dell'operazione, durante la vita del contratto viene rilevato nei conti d'ordine l'impegno da acquisto e di vendita a termine, mentre i margini di variazione non danno luogo a utili o a perdite — non influenzando così la determinazione del reddito d'esercizio — essendo evidenziati nello stato patrimoniale come aumenti o diminuzioni del deposito cauzionale presso l'intermediario autorizzato.

4.2. *L'Iva e la Tassa sui Titoli di Borsa*

Si prendono in esame due tipi di imposte indirette: l'Imposta sul Valore Aggiunto e la Tassa sui Titoli di Borsa.

Per quanto riguarda l'ultimo tributo, per i contratti derivati che prevedono l'eventuale consegna a termine dei titoli sottostanti, è stato sancito un regime di esenzione con un apposito provvedimento (art. 9, terzo comma, D.L. 30 dicembre 1991, n. 417 convertito nella L. 6 febbraio 1992 n. 66). Mentre i contratti derivati che hanno come attività sottostante indici finanziari sono esclusi dall'ambito di applicazione del tributo, in

quanto gli indici non costituiscono di per sé presupposto d'imposta.

Per quanto riguarda l'Iva la normativa vigente è stabilita dal D.L. 27 ottobre 1995, n. 440 che reca, tra l'altro, disposizioni sul regime impositivo, agli effetti Iva, degli strumenti derivati e dei valori mobiliari.

Il suddetto decreto ha infatti introdotto una nuova⁽³⁾ disciplina Iva per le operazioni finanziarie perseguendo il duplice intendimento di fornire una definizione più accurata e precisa del concetto di valore mobiliare e di stabilire un *regime di esenzione* per quei proventi (differenziali) che fino ad ora venivano considerati come cessioni di denaro e per questo esclusi dal campo di applicazione dell'imposta.

Ora, tali proventi, saranno oggetto di fatturazione in qualità di operazioni esenti e si renderanno in generale obbligatori tutti quegli adempimenti ordinariamente previsti per le operazioni soggette ad Iva: fatturazione, registrazione, calcolo *pro-rata*, eccetera.

4.3. *Persone fisiche*

L'ordinamento fiscale italiano dei redditi da capitale — e con essi anche dei proventi da contratti derivati — è stato drasticamente rivoluzionato a partire dal 1° luglio 1998. Prima che entrasse in vigore il D.Lgs. n. 461/97, i proventi dei contratti derivati non rientravano in nessuna fattispecie imponibile risultando così esenti.

Tali proventi non venivano, infatti, annoverati tra i « redditi di capitale » in quanto non derivavano né da un impiego di capitale né da operazioni di cessione a termine di obbligazioni o titoli similari. Ed, in modo analogo, l'art. 81, comma 1, lett. c, c-bis, c-ter e d) del Tuir, secondo la vecchia formulazione, escludeva che i proventi derivanti da contratti derivati potessero essere ricondotti ad alcuna fattispecie di « reddito diverso ». Sottoscrivendo tali contratti non si realizzavano, infatti, né plusvalenze su azioni o titoli similari né proventi derivanti da operazioni su cambi. Sulla base di queste motivazioni

⁽³⁾ Fino all'entrata in vigore del D.L. 27 ottobre 1995, il regime d'imposizione Iva era disciplinato dal D.P.R. 26 ottobre 1972.

il suddetto articolo disponeva espressamente — alla lettera c-ter) — che non venissero considerati come plusvalenze i proventi conseguiti attraverso contratti uniformi a termine negoziati sui mercati regolamentati di cui all'art. 23 della L. 2 gennaio 1991 n. 1.

Questa situazione è stata radicalmente modificata dal D.Lgs. n. 461/1997 che, in attuazione alla delega contenuta nella L. collegata alla Finanziaria 1997, art. 3, comma 160, ha provveduto al riordino della disciplina tributaria dei « redditi di capitale e redditi diversi ». I cambiamenti apportati dal citato decreto sulla gestione tributaria dei contratti derivati possono essere suddivisi in due classi, una di carattere definitorio e l'altra di carattere operativo:

1) i proventi derivanti da posizioni in contratti derivati vengono inseriti nella categoria dei redditi diversi e, come conseguenza di questa collocazione definitoria, assumono piena rilevanza dal punto di vista fiscale;

2) vengono offerti tre possibili regimi di tassazione che sono tra loro alternativi (la scelta è a discrezione del investitore), ma non equivalenti: risparmio gestito, risparmio amministrato e dichiarazione.

Cinque articoli, in particolare, si occupano della disciplina della tassazione dei redditi da prodotti derivati: *gli articoli 3 e 4*, che apportano delle modifiche agli articoli 81 e 82 del Testo unico delle imposte sui redditi, approvati con D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 22; *l'articolo 5*, che stabilisce l'imposta sostitutiva da applicarsi a tali proventi nel caso in cui il investitore abbia scelto di inserirli nella dichiarazione analitica annuale. Tale regime non ha infatti il carattere dell'obbligatorietà poiché si pone come scelta alternativa e opzionale ai regimi amministrato e della gestione individuale di portafoglio.

Gli articoli 6 e 7, che verranno analizzati e confrontati in seguito, si occupano, rispettivamente, di disciplinare il regime di tassazione del risparmio amministrato e del risparmio gestito.

L'intento che sottostà al progetto di riordino è quello di pervenire ad una tassazione dei redditi in questione che sia « omogenea, neutrale, organica e competitiva rispetto ai livelli di tassazione prevalente negli altri Paesi, non soggetti a elusione o evasione, semplice per i investitore in quanto basata su ritenute effettuate dagli intermediari » — come espresso

dal comunicato stampa inviato dal ministero che illustra le novità e la *ratio* del provvedimento.

In particolare, si insiste sulle revisioni e modifiche apportate alle definizioni dei redditi da capitale (interessi) e dei redditi diversi (plusvalenze) che hanno permesso di trattare in modo omogeneo i proventi scaturenti dai titoli e dai contratti derivati. Infatti, il primo principio, dei 9 che rappresentano le « linee-guida » del provvedimento, rende esplicita la volontà di estendere l'imponibilità ai proventi, redditi o differenziali derivanti dai nuovi strumenti finanziari.

Le modifiche apportate all'art. 81 del Tuir, la norma che disciplina la categoria dei redditi diversi, sono contenute nell'articolo 3 del decreto legislativo. Il cambiamento che riguarda in particolare la tassazione dei prodotti derivati è dato dalla sostituzione della lettera *c-ter*) con tre nuove disposizioni: *c-ter*), *c-quater*) e *c-quinqies*), delle quali la seconda sancisce espressamente l'imponibilità, per la prima volta in forma unitaria, dei proventi conseguiti tramite i contratti derivati e gli altri contratti a termine. In realtà già l'art. 67 del D.L. 30 agosto 1993 n. 331, convertito, con modificazione, dalla L. 29 ottobre 1993 n. 27, aveva incluso nella lettera *c-ter*) dell'attuale formulazione dell'art. 81 del Tuir i proventi dei contratti derivati valutari (ed in ogni caso diversi dai contratti uniformi a termine negoziati su mercati regolamentati, come specifica l'ultima frase della lettera *c-ter*) dell'art. 81 del Tuir), tuttavia tale disposizione non si proponeva di sottoporre ad imposizione i differenziali positivi o negativi, che rimanevano perciò non imponibili, ma soltanto le plusvalenze che potevano presentarsi solo eventualmente confrontando il cambio a pronti vigente alla stipula del contratto con quello a termine previsto dallo stesso⁽⁴⁾.

Al fine di evitare incertezze definitorie ed equivoci di natura interpretativa i contratti derivati e gli altri contratti a ter-

(4) In realtà, come già ricordato, l'effettiva consegna dell'attività sottostante è solo un'eventualità remota. L'attrattiva fondamentale dell'uso di questi contratti risiede nella possibilità di ottenere dei profitti (i differenziali) senza mai possedere davvero l'attività sottostante, avvantaggiandosi in questo modo dell'« effetto leva » (vedi pag. 6). Sarebbe quindi più logico che fossero i differenziali a costituire il presupposto di imponibilità.

Per questa impostazione si veda GIROLAMO, PAOLILLO, ROSSI, *I contratti derivati nel bilancio delle banche e società finanziarie*, IST, Bologna, 1995.

mine sono identificati dalla nuova norma, lettera *c-quater*), attraverso il diretto riferimento agli effetti giuridici che essi comportano. Sulla base di questo criterio si distinguono due diverse categorie di contratti a termine: 1) i contratti a termine che, pur presentando la configurazione giuridica dei contratti di scambio, possono essere eseguiti in forma differenziale, a discrezione delle parti contraenti; 2) i contratti a termine per i quali l'unico tipo di esecuzione previsto è la liquidazione in denaro (*cash settlement*). Rientrano nella prima categoria i contratti derivati che hanno come oggetto dei titoli azionari, strumenti finanziari, valute, metalli preziosi o *commodities* mentre i contratti derivati sui tassi d'interesse, indici di Borsa o altri parametri di carattere finanziario fanno parte della seconda.

È stato inoltre previsto che, considerata la sempre più ampia diffusione dei contratti a termine che hanno per oggetto altri contratti a termine, anche questi ultimi concorrano a formare il reddito imponibile. A questo proposito nel secondo periodo della lettera *c-quater*) dell'art. 81 del Tuir è stabilito che, agli effetti dell'applicazione di tale disposizione, si considerano i contratti appena descritti facenti parte della categoria degli strumenti finanziari in modo tale che, una volta ricompresi in una delle definizioni previste, diventino oggetto di tassazione.

A questo punto è necessario ramificare l'analisi e considerare separatamente i tre regimi opzionali di tassazione in modo da distinguerne le peculiari caratteristiche ⁽⁵⁾.

Regime della Dichiarazione Annuale dei Redditi

Se l'investitore opta per il regime di tassazione della dichiarazione il principio usato per stabilire quando i differenziali, accreditati secondo il meccanismo del *mark-to-market* giornaliero, abbiano rilevanza fiscale è quello dalla *realizzazione*, come stabilito dalla lettera *c-quater*) dell'art. 81 del Tuir.

Pertanto, concorrono a formare il reddito imponibile i proventi e gli oneri che, oltre ad essere riscossi oppure pagati, siano stati conseguiti o sostenuti a titolo definitivo. Quindi, i pagamenti e gli incassi che svolgono funzione di garanzia, quali ad esempio gli addebiti o accrediti dovuti ai margini di variazione, non concorrono alla formazione dell'utile o la per-

(5) Pur essendo tutti contestualmente applicabili.

dita, a meno che non abbiano assunto natura di pagamenti definitivi in quanto il contratto sia stato chiuso o ceduto.

Dato che si considera « realizzato » anche un contratto che non giunge a scadenza, ma che viene chiuso anticipatamente tramite la sottoscrizione di una posizione contraria (lunga o corta a seconda della posizione originaria), occorre un criterio che consenta di individuare quali contratti, tra tutti quelli aperti, che in questo modo vengono chiusi e i cui differenziali vengono tenuti in considerazione ai fini fiscali. Tale criterio è il LIFO, si considerano cioè chiusi per primi i contratti aperti in tempi più recenti. Se, per esempio, un investitore detiene 100 posizioni *long* in contratti *future* sottoscritti in date diverse e « entra » in 80 posizioni *short*, realizzerà i differenziali degli 80 ultimi contratti sottoscritti.

L'articolo 4 del D.Lgs. modifica invece il comma 3 dell'articolo 82 del Tuir. Esso prescrive i criteri secondo i quali determinare i redditi indicati alle lettere da c) a c-*quinquies*) dell'articolo 81, comma 1, del Tuir.

Per quanto riguarda la determinazione dei redditi dei contratti derivati essa avviene sommando algebricamente i differenziali positivi e negativi, considerando anche gli altri proventi ed oneri percepiti o sostenuti in relazione a ciascun contratto. L'eccedenza delle minusvalenze sulle plusvalenze può essere portata in deduzione, fino a concorrenza, dalle plusvalenze e degli altri proventi dei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quarto, a condizione che sia indicata nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta nel quale le minusvalenze e le perdite sono state realizzate.

Nel caso in cui le attività sottostanti vengano effettivamente consegnate il corrispettivo percepito è dato dal prezzo pagato per la cessione, quello cioè concordato dalle parti per la vendita (o l'acquisto) a termine dei titoli. I contratti derivati e gli altri contratti a termine il cui perfezionamento sia avvenuto con la cessione a titolo oneroso dell'attività sottostante sono quindi equiparati agli ordinari contratti di scambio.

La norma dispone anche l'introduzione di *meccanismi correttivi* volti a rendere equivalenti la tassazione in base al principio di competenza (adottato, come vedremo, per il regime del risparmio gestito) e quella in base al principio di realizzazione (tipico del regime amministrato e della dichiarazione). A que-

sto proposito le minusvalenze e le plusvalenze, i differenziali positivi e negativi dei contratti derivati per i quali il periodo intercorrente tra la data di acquisizione e quella di cessione o chiusura sia superiore a 12 mesi concorrono a formare il reddito imponibile per un ammontare che si ottiene moltiplicando il loro importo per un coefficiente di rettifica. Tale coefficiente di rettifica (*equalizzatore*) viene determinato annualmente con decreto del Ministero delle Finanze, tenendo conto del periodo di possesso e dei tassi di rendimento dei titoli di Stato. In pratica, il legislatore ha voluto rendere omogenei i diversi regimi di tassazione compensando il guadagno in termini di interessi che l'investitore ha quando il pagamento delle imposte avviene secondo il principio di realizzazione — il pagamento delle imposte sui proventi maturati viene in questo modo differito nel tempo — con lo svantaggio che il debito d'imposta viene calcolato sull'ammontare dei differenziali positivi aumentato in ragione dell'*equalizzatore*. Il debito d'imposta può così essere pagato più tardi, ma è sicuramente maggiore.

L'articolo 5 del D.Lgs. disciplina la tassazione dei redditi di cui agli articoli da c) a c-*quinquies*), art. 81, comma 1 del Tuir. Esso prescrive per gli strumenti derivati un'imposta sostitutiva con un'aliquota del 12,50% da applicarsi ai redditi così come sono determinati secondo i criteri imposti dall'art. 82 del Tuir.

Prevede, inoltre, esplicitamente due categorie di soggetti non-residenti esenti da imposta: 1. i soggetti che risiedono in Stati in cui siano in vigore convenzioni per evitare la doppia tassazione; 2. gli enti ed organismi internazionali costituiti in base agli accordi internazionali in vigore in Italia.

Regime del Risparmio Amministrato

In alternativa alla dichiarazione analitica annuale, il investitore può optare per il regime di tassazione proprio del risparmio amministrato (disciplinato dall'art. 6 del D.Lgs. n. 461/1997).

Una volta compiuta tale scelta, è l'intermediario ad occuparsi del computo e del versamento dell'imposta dovuta e l'investitore può avvantaggiarsi dell'anonimato.

Tale opzione può essere esercitata solo se sussistono certe condizioni: 1) i soggetti intermediari, quali Sim e banche, con i quali si sono intrapresi rapporti di custodia o amministrazione

o comunque di deposito o conto corrente, devono intervenire nei rapporti di stipula di contratti derivati (e di tutti gli altri rapporti di cui alla lettera *c-quater*), dell'art. 81 del Tuir) come intermediari professionali o come controparti; 2) l'opzione deve essere esercitata o con comunicazione sottoscritta contestualmente all'atto del conferimento dell'incarico o all'atto di conclusione del primo contratto nel periodo d'imposta in cui è stato conferito l'incarico.

Viene sostanzialmente applicata l'imposta sostitutiva disciplinata all'art. 5 del decreto di riordino, ma in questo caso viene applicata a ciascuna plusvalenza o differenziale realizzato, procedendo così ad un'imposizione « *autonoma* » per categoria.

L'aliquota è del 12,5% che, per il fatto che in questo caso si adotta il principio di realizzazione (in modo analogo a quanto avviene per il regime della dichiarazione), si applica ai proventi realizzati moltiplicati per il coefficiente di rettifica (equalizzatore), anche se con alcune semplificazioni. In particolare, vengono adottati termini temporali diversi rispetto al regime della dichiarazione; la norma dispone, infatti, che: « Si assume come data d'acquisto la media ponderata di acquisto relativa a ciascuna categoria di titoli, quote, certificati o rapporti ».

Se, ad esempio, il 1° gennaio 2000 viene acquistato un titolo azionario, il 1° gennaio 2001 vengono acquistati altri tre titoli della stessa specie, e nel 2003 viene venduto uno di tali titoli, ai fini della determinazione del periodo temporale per l'applicazione dell'equalizzatore viene considerata la media temporale, cioè il 30 settembre 2000⁽⁶⁾.

È inoltre consentito portare in deduzione le minusvalenze nei periodi successivi d'imposta, ma non oltre il quarto e sono valide le stesse esenzioni a favore dei non-residenti stabilite dall'art. 5 nel caso di dichiarazione analitica.

Regime della Gestione Individuale di Portafoglio.

Qualora il investitore abbia conferito ad un soggetto abilitato ai sensi della L. 23 luglio 1996, n. 415, l'incarico di gestire masse patrimoniali, può optare, mediante comunicazione sot-

(6) Esempio tratto da DEZZANI, F. (gennaio 1998), « Il risparmio amministrato », in *Il Sole 24 Ore*.

toscritta rilasciata al soggetto gestore alla data di stipula del contratto, per l'applicazione dell'imposta sostitutiva, propria del regime di risparmio gestito (art. 7 del D.Lgs. n. 461/1997), alternativa a quanto disciplinato dall'art. 5.

Tabella 2 - Regime impositivo dei contratti derivati in capo alle persone fisiche, D.Lgs. n. 461/1997 in vigore dal 1° luglio 1998.

Soggetti	Persone fisiche residenti		
	Regime amministrato	Regime di gestione	Dichiarazione analitica
ALiquota	12,5%	12,5%	12,5%
EVENTO RILEVANTE AI FINI IMPOSITIVI	Realizzazione delle plusvalenze ⁽¹⁾ .	Maturazione dei differenziali ⁽²⁾ .	Realizzazione delle plusvalenze.
BASE IMPONIBILE	Ciascun differenziale realizzato ⁽³⁾ moltiplicato per un coefficiente di rettifica ⁽⁴⁾ .	Il risultato complessivo della gestione ⁽⁵⁾ .	L'intera plusvalenza realizzata moltiplicata per un coefficiente di rettifica.
TRATTAMENTO MINUSVALENZE	Le minusvalenze realizzate si possono portare in deduzione nei periodi d'imposta successivi, non oltre il quarto.	Se il risultato complessivo della gestione individuale di portafoglio è negativo, si può portare in deduzione nei periodi di imposta successivi, non oltre al quarto.	Le minusvalenze realizzate si possono portare in deduzione dalle plusvalenze e dagli altri redditi nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quarto.
CHI SI OCCUPA DELLA DICHIARAZIONE	L'intermediario, consentendo all'investitore di mantenere l'anonimato.	Il soggetto gestore, consentendo all'investitore di mantenere l'anonimato.	Il soggetto dichiarante.
STATUS DEL REGIME IMPOSITIVO	Opzionale, in alternativa alla dichiarazione annuale dei redditi.	Opzionale, in alternativa alla dichiarazione annuale dei redditi.	Regime ordinario.

Note:

(1) Le plusvalenze si intendono realizzate quando il contratto derivato giunge a scadenza o viene chiuso anticipatamente.

(2) Si adotta, in questo modo, il principio di competenza.

(3) Esistono due linee di interpretazione di questa disposizione: 1) dato che la norma considera *ciascun* differenziale positivo, plusvalenza o provento, si ritiene che non sia consentita la compensazione tra le diverse categorie di guadagni che si possono trovare all'interno della classe dei redditi diversi; 2) considerando la *ratio*, di favorire l'intermediazione del risparmio, alla quale si ispira la delega nel suo complesso, parrebbe non giustificabile una penalizzazione tanto gravosa del regime amministrato, considerando in ogni caso « compensabili » i proventi e le perdite di tutte le categorie di redditi diversi.

Nel caso di pluralità di titoli, quote, certificati o rapporti appartenenti a categorie omogenee, si assume come costo o valore di acquisto il costo o valore medio ponderato relativo a ciascuna categoria.

(4) Il coefficiente di rettifica è detto equalizzatore. Ha lo scopo di rendere equivalenti la tassazione in base al principio di realizzazione e quella in base al principio di maturazione. Viene calcolato tenendo conto del periodo di possesso e dei tassi di rendimento dei titoli di Stato. Si applica solo se lo strumento finanziario è stato detenuto per un periodo superiore ai 12 mesi. Può variare ogni anno e viene stabilito tramite decreto del ministero delle Finanze.

(5) Il risultato della gestione comprende anche interessi e dividendi, che in questo modo si possono compensare con eventuali plusvalenze. Ciò che viene tassato è l'incremento netto di valore del patrimonio gestito.

Come nel caso del risparmio amministrato l'investitore beneficia dell'anonimato, dato che è il gestore ad occuparsi del computo e della dichiarazione dei differenziali maturati.

L'aliquota è del 12,5%; la base imponibile è data dal risultato complessivo maturato dalla gestione. Per determinare il momento in cui i proventi diventano rilevanti dal punto di vista fiscale si adotta il principio di competenza. Risultano cioè imponibili non solo i differenziali dei contratti derivati conclusi, ma anche quelli accreditati/addebitati secondo il principio di *mark-to-market* per i contratti ancora aperti, risultando così non necessario l'uso del coefficiente di rettifica. Il patrimonio gestito è considerato nella sua unitarietà, senza distinguere tra interessi, plusvalenze o dividendi. Nel caso in cui si presentasse un risultato della gestione negativo, questo potrà essere portato in deduzione nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quarto.

Le esenzioni particolari concesse ai non-residenti nei casi di risparmio amministrato e di dichiarazione non si ritengono valide anche per il risparmio gestito data la specificità della norma in questione.

5. Paesi Bassi

5.1. Persone giuridiche

La legislazione fiscale olandese non prevede alcuna disposizione specifica per la tassazione dei proventi degli strumenti

derivati. Di conseguenza, il trattamento fiscale dei contratti derivati in capo alle persone giuridiche deve essere dedotto dalle regole tributarie e contabili normalmente previste per le altre attività.

L'ordinamento fiscale olandese si basa, per l'imposizione dei proventi in capo alle persone giuridiche, sul concetto fondamentale di « *Sound Business Practice* ». Esso si compone di tre principi:

a) Il principio di *prudenza*. Tale principio stabilisce che una perdita altamente probabile possa essere dedotta dai proventi imponibili ancor prima che avvenga la sua effettiva realizzazione.

b) Il principio di *realizzazione*. Secondo tale principio, i profitti e le perdite imponibili assumono rilevanza ai fini fiscali considerando il momento in cui si manifesta la « realtà economica », cioè al momento dell'effettiva realizzazione. Una perdita che è solo potenziale non si considera realizzata, e pertanto non viene contabilizzata, a meno che la sua realizzazione futura non appaia come inevitabile. Un guadagno potenziale non può mai essere inserito in bilancio.

c) Il principio di *semplicità*. Questo principio stabilisce che il metodo utilizzato per calcolare i proventi deve essere pratico e « maneggevole ». Non è sufficiente che sia corretto dal punto di vista teorico.

Inoltre ai fini della tassazione dei contatti derivati risulta fondamentale la distinzione fra:

- 1) strumenti intrapresi a scopi speculativi;
- 2) strumenti intrapresi allo scopo di coprire contro alcuni rischi di mercato altre attività detenute in portafoglio dall'investitore.

Passiamo ora all'analisi specifica della tassazione di *future*, *option* e *swap*.

Trattamento fiscale degli strumenti derivati utilizzati con finalità speculative

Nel caso di *future* sottoscritti a fini speculativi si possono distinguere due situazioni alternative.

1. *Il principio di realizzazione prevale su quello di prudenza*

Secondo questa impostazione il contratto *future* viene valutato al prezzo d'acquisto. Durante la vita del contratto le perdite derivanti dalla diminuzione del suo valore di mercato rispetto al prezzo d'acquisto non possono essere tenute in considerazione, quindi, fino al momento in cui le perdite o i guadagni non siano effettivamente realizzati non hanno nessuna rilevanza dal punto di vista fiscale. Solo nel momento in cui la differenza tra il prezzo d'acquisto ed il valore di mercato è strutturale e di entità consistente, allora il valore dell'investimento può essere decurtato.

I guadagni potenziali (il valore di mercato è superiore al prezzo d'acquisto) non assumono rilevanza ai fini fiscali fino al momento in cui non vengono effettivamente realizzati. Ciò avviene quando il contratto giunge a scadenza o quando viene concluso anticipatamente tramite la sottoscrizione di un altro *future* uguale e contrario.

2. *Il principio di prudenza prevale sul principio di realizzazione*

In questo caso ai contratti *future* viene riservato il trattamento proprio dei normali investimenti di portafoglio. Il criterio di valutazione è perciò « il minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato ». Ciò significa che le perdite latenti che maturano durante la vita del contratto possono essere anticipate tramite una riduzione del valore dello strumento contabilizzato; la considerazione dei profitti continua ad essere subordinata all'effettiva realizzazione (esercizio o chiusura anticipata).

Per analizzare il trattamento delle opzioni è utile porsi alternativamente nella prospettiva del venditore o dell'acquirente.

Colui che emette un'opzione è obbligato a consegnare o ad acquistare l'attività sottostante alla data ed al prezzo previsti dal contratto.

Supponiamo che una società emetta un'opzione *call* che dia all'acquirente il diritto di comprare 100 azioni della società X al prezzo di 50. Supponiamo che alla data in cui l'opzione viene conclusa il suo prezzo di mercato sia 55, il suo valore in-

trinseco è perciò 5. Facciamo l'ipotesi che il premio pagato sia pari a 7, quindi, il premio totale ricevuto è pari a 700 (7×100). Ci sono due metodi per contabilizzare il valore dell'opzione:

a) L'obbligo assunto con il contratto d'opzione viene considerato una *liability*, valutata tenendo conto del *valore intrinseco* dell'opzione nel momento in cui è stata sottoscritta. Secondo questa procedura il premio totale riscosso deve essere immediatamente incluso tra i profitti (700). Nello stesso momento il valore intrinseco ($500 = 5 \times 100$, che rappresenta l'obbligo assunto) viene contabilizzato come una passività. Il risultato complessivo è che le opzioni contribuiscono per 200 all'ammontare del profitto imponibile.

b) L'obbligo assunto con il contratto d'opzione viene considerato una passività, valutata tenendo conto del *valore di mercato* dell'opzione nel momento in cui è stata sottoscritta. Seguendo questa impostazione il premio totale (700) deve essere immediatamente incluso tra i profitti. Nello stesso momento, l'obbligazione assunta con i contratti d'opzione, valutata al valore di mercato, viene considerata come una passività. Nell'esempio l'ammontare del premio eguaglia il valore di mercato (valore intrinseco più valore atteso), quindi nel momento in cui l'opzione è sottoscritta nessun profitto viene registrato.

In entrambi i casi occorre valutare se le perdite che maturano durante la vita del contratto (nel caso in cui il valore di mercato sia aumentato) assumano o meno rilevanza ai fini fiscali. Questo dipende dalle caratteristiche della società. In particolare:

a) se la società è considerata come una *option-trader*, ad essa è concesso valutare le obbligazioni che ha assunto con i contratti d'opzione al valore di mercato. Da ciò risulta che le perdite dovute all'aumento del valore di mercato possono essere immediatamente dedotte;

b) se la società *non* è una *option-trader*, allora durante la vita del contratto nessuna perdita può essere contabilizzata a meno che la sua realizzazione sia ineluttabile. Tuttavia, nel caso in cui la posizione in opzioni sia considerata come un normale investimento di portafoglio, la passività viene valutata al costo d'acquisto o al valore di mercato, se più alto. Seguendo questa impostazione le perdite latenti possono essere anticipate e dedotte.

In ogni caso il risultato di un'opzione emessa deve essere tenuto in considerazione se:

- 1) L'opzione viene abbandonata, cioè se l'acquirente decide di non esercitarla.
- 2) La posizione in opzioni viene chiusa anticipatamente;
- 3) L'opzione viene esercitata

L'acquirente del diritto d'opzione può ⁽⁷⁾ valutare la sua posizione al « minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato ». In pratica, l'opzione viene trattata come un normale investimento di portafoglio. In questo modo, una perdita potenziale registrata durante la vita del contratto (valore di mercato minore del prezzo d'acquisto) andrebbe a decurtare il valore dell'opzione. I profitti, invece, verrebbero rilevati solo nel caso in cui l'opzione venisse alienata o esercitata.

Per la tassazione dei contratti *swap* valgono le osservazioni sopra riportate per i contratti *future*. Si presentano, quindi, due situazioni:

1) Il contratto *swap* viene valutato al costo d'acquisto. Le perdite che maturano durante la vita del contratto non possono essere tenute in considerazione a meno che la loro realizzazione non sia oggettivamente inevitabile. I profitti assumono rilevanza ai fini fiscali solo quando sono effettivamente realizzati.

2) La seconda possibilità prevede che i contratti *swap* siano considerati come un normale investimento di portafoglio e, perciò, valutati al « minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato ». In questo caso le perdite latenti maturate durante la vita del contratto possono essere anticipate decurtando il valore dello *swap* iscritto a bilancio. I profitti, come nel primo caso, divengono rilevanti ai fini fiscali solo al momento dell'effettiva realizzazione.

Un importante, anche se ancora incerto e controverso, aspetto della tassazione dei contratti *swap* è l'applicabilità del principio detto « *replacement principle* ». Si illustrerà il problema con un esempio.

⁽⁷⁾ Questa è la versione di parecchi autori, la questione rimane, ciononostante, controversa.

Esempio 2: Il « replacement principle »

Supponiamo che una società olandese debba ricevere 100 USD a che al momento il tasso di cambio sia $1 \text{ USD} = 2 \text{ NLG}$. Poniamo che il tasso di cambio aumenti a $1 \text{ USD} = 2.10 \text{ NLG}$, in questo caso il credito della società registra un guadagno potenziale pari a 10 NLG. A questo punto, la società olandese sottoscrive uno *swap* che le permette di ricevere la somma di cui è creditrice non più in USD, ma in ITL. Il risultato è che il profitto registrato sul tasso di cambio (10 NLG oppure 10.000 ITL) diviene « fisso » e, in teoria, dovrebbe essere rilevato in accordo al principio di realizzazione. Tuttavia, nel caso in cui l'ammontare di lire italiane possa essere considerato come « rimpiazzamento » del credito in dollari, il profitto dovuto al tasso di cambio può essere dedotto dal valore del credito contabilizzato in lire italiane. Il credito valutato in lire viene così contabilizzato a 190.000 al posto di 200.000, il risultato è l'imposizione fiscale del profitto maturato sul tasso di cambio viene posticipata nel tempo.

L'applicabilità di tale principio è ancora materia controversa, in ogni caso è consolidato il fatto che non viene applicato nei casi in cui oggetto del contratto di *swap* sono tassi di interesse o titoli azionari.

In generale, il risultato di uno *swap* deve essere tenuto in considerazione qualora il contratto viene ceduto o concluso.

Trattamento fiscale dei contratti derivati utilizzati come strumenti di copertura

Il principio generale che vige nell'ordinamento fiscale olandese è che le varie attività devono essere valutate separatamente l'una dall'altra. Tuttavia tale principio non trova applicazione nei casi in cui le attività finanziarie siano utilizzate come strumenti di copertura. Da ciò consegue che il trattamento fiscale riservato ai contratti derivati utilizzati con finalità speculative e quelli utilizzati con finalità di copertura differiscono sostanzialmente.

Nel caso in cui un derivato sia classificato come strumento di copertura, cioè quando è economicamente connesso ad

un'altra attività, il trattamento fiscale ad esso riservato è definito come segue.

Supponiamo che un'attività denominata in USD sia « completamente » coperta, in questa situazione una caduta del suo valore deve essere perfettamente bilanciata dalla maturazione di un risultato opposto sulla posizione in derivati. Le due posizioni devono essere valutate congiuntamente, quindi, la perdita non può essere registrata ed il valore dell'investimento in USD non viene decurtato. Il principio di « *realtà sopra la forma* » in questo caso impone che, data la compensazione tra i due risultati, il valore complessivo, sia considerato immutato non producendo alcun effetto ai fini fiscali.

Da quanto sopra esposto molti autori concludono che il trattamento fiscale di un prodotto derivato dipenda dalla sua qualificazione: di copertura o speculativo. A sua volta tale qualificazione dipende dalla connessione economica che sussiste tra lo stesso derivato e ed altre attività detenute dall'investitore. La valutazione di ciò dipende da vari fattori:

1) il momento in cui il contratto derivato viene sottoscritto;

2) il tipo di strumento derivato. Per esempio, delle opzioni quotate su mercati regolamentati saranno più plausibilmente utilizzate per attuare strategie di speculative; mentre delle opzioni trattate *over the counter* e strutturate in modo personalizzato al fine di rispondere alle esigenze dell'investitore saranno probabilmente utilizzate con finalità di copertura;

3) la natura dell'attività sottostante;

4) l'esistenza pregressa di un rischio complementare a quello assunto con l'investimento in derivati tra le attività della società;

5) il motivo per cui l'investimento in derivati è stato intrapreso;

6) parte del rischio coperto dai derivati.

Il problema è che il peso dei singoli fattori nel determinare la qualificazione di uno strumento non può essere determinato, dato che non vi sono casi giurisprudenziali su cui basarsi. Rimane pertanto un punto controverso.

Aspetti internazionali

In generale, i proventi che derivano dall'alienazione di investimenti in attività mobiliari sono imponibili nello stato di residenza dell'investitore (articolo 13, OECD), a meno che:

1) l'investimento in attività mobiliari sia da attribuire ad una residenza fissa (*fixed base*) (paragrafo 2, articolo 13, OECD);

2) i proventi possono essere qualificati come utili derivanti ad un'attività permanentemente localizzata in un altro stato (articolo 7, OECD).

Le plusvalenze derivanti da contratti *future*, ai fini della tassazione internazionale e dei trattati che la regolano, sono considerate come *Capital Gains*, se le controparti sono degli persone fisiche. In questo caso i trattati internazionali stabiliscono che siano tassati solo nel paese di residenza — come stabilito nel paragrafo 4, articolo 13 dell'OECD Model Treaty.

Se un imprenditore sottoscrive un contratto *future* tutti i proventi del contratto verranno tassati in qualità di utile d'impresa nello stato di residenza.

A parte le regole di tassazione generali, è probabile (anche se non certo) che alle opzioni che hanno come attività sottostante delle partecipazioni qualificate, si applichino le particolari disposizioni contenute in disposizioni normative che stabiliscono dei particolari regimi impositivi nel caso in cui l'investimento in attività mobiliari sia costituito o meno da partecipazioni qualificate.

Investitori non-residenti

I proventi da contratti *future* in capo ad investitori non-residenti, per la legislazione fiscale olandese, sono esenti da imposta. A meno che l'investitore non sia rappresentato da una società che operi in modo permanente in Olanda o da un lavoratore autonomo che operi attraverso una base fissa in Olanda. La legislazione fiscale olandese non prevede nessuna ritenuta alla fonte.

I proventi realizzati su di un'opzione che dia il diritto ad acquistare una partecipazione azionaria qualificata sono impo-

nibili ai sensi della legislazione fiscale olandese. Si applicano quindi le disposizioni previste per i residenti.

Rimangono validi i principi generali che stabiliscono che siano imponibili gli utili che a. siano da attribuire a società che operano in Olanda in modo permanente; b. si riferiscano a partecipazioni qualificate.

5.2. *Persone fisiche*

In genere, i proventi da contratti *future* sottoscritti da persone fisiche sono tassabili solo nei casi in cui vengano intrapresi nell'ambito dello svolgimento d'attività d'impresa o se si riferiscono a partecipazioni azionarie qualificate. Gli investimenti in strumenti derivati che vengono intrapresi a scopi speculativi da persone fisiche sono considerati, in genere, come investimenti di portafoglio e, pertanto, i guadagni in conto capitale da tali attività non sono soggetti ad alcun tipo d'imposta.

Nel caso in cui l'investimento in contratti derivati sia costituito da opzioni, occorre distinguere due possibili scenari.

- 1) Opzioni su partecipazioni azionarie qualificate.
- 2) Opzioni su partecipazioni azionarie non qualificate.

Se un investitore detiene una partecipazione azionaria che rappresenti almeno il 5% del capitale emesso o, alternativamente, una posizione in opzioni che dia il diritto ad acquistare il 5% dello stesso, si dice che abbia sottoscritto un investimento in « partecipazioni azionarie qualificate ».

Per quanto riguarda la determinazione della base imponibile ed il computo del premio, occorre distinguere alcuni casi a seconda dei modi in cui il contratto è stato concluso.

Se un'opzione su partecipazioni sostanziali viene *esercitata*, il prezzo d'acquisto dell'opzione è dato dalla somma del premio più il prezzo d'esercizio previsto per l'acquisto dell'attività sottostante. Se un'opzione dello stesso tipo viene *ceduta anticipatamente*, la plusvalenza imponibile è data dal prezzo di vendita meno il premio pagato originariamente.

I proventi così calcolati sono soggetti ad un'aliquota d'imposta pari al 25%, per la parte che eccede i 47.184 NLG (1998), la percentuale del prelievo fiscale scende a circa il 5% per le somme inferiori a tale cifra.

Se l'opzione ha come attività sottostante delle partecipazioni azionarie non qualificate o degli altri tipi di attività e l'investitore che acquista le opzioni è rappresentato da una persona fisica, i guadagni derivanti dalla posizione assunta non sono imponibili e le perdite non sono deducibili.

Le posizioni in *swap* intraprese da persone fisiche vengono considerate come investimenti di portafoglio. Quindi, i proventi che vengono classificati come interessi sono imponibili; mentre, eventuali plusvalenze o minusvalenze non sono soggette ad imposizione.

Se un investitore olandese sottoscrive un contratto *swap* che ha come controparte un non-residente, quest'ultimo non è tenuto a pagare nessun tipo di imposta a meno che i proventi non siano riconducibili ad un'attività che ha sede permanente localizzata nei Paesi Bassi.

6. Regno Unito

6.1. Persone giuridiche

Il Regno Unito è, tra i paesi considerati, il primo ad essersi dotato di una legislazione specifica per gli strumenti derivati. La prima proposta risale all'agosto del 1991, proposta modificata e approvata nell'agosto del 1993 ed entrata in vigore nell'aprile del '94.

Le nuove disposizioni si applicano a profitti e perdite generate su 'strumenti qualificati' da 'società qualificate'.

Gli *strumenti qualificati* comprendono nella definizione del FA 1994 artt. 147-153 contratti di copertura e opzioni su tassi d'interesse o valuta.

Le *società qualificate* (FA 1994 art. 154) comprendono tutte le società sottoposte a tassazione d'impresa con l'eccezione delle *trust* autorizzate.

All'interno della disciplina suddetta, disposizioni particolari si applicano alle assicurazioni e alle *mutual trading company* (s.169). Tra le società qualificate sono da ricomprendersi anche le *charitable companies* mentre le *investments trust com-*

panies solo qualora utilizzino *swap* o *option* sui tassi d'interesse ma non su valuta.

Le nuove regole appositamente introdotte nell'ordinamento fiscale britannico per regolare la tassazione dei contratti derivati hanno un campo oggettivo di validità limitato ai contratti su tassi di interesse e su valute. Rimangono così esclusi, e pertanto nuovamente soggetti alle normali regole di tassazione gli strumenti derivati basati su obbligazioni, azioni o materie prime.

La mancanza di una guida sia giurisprudenziale che di diritto consuetudinario nella regolamentazione della tassazione delle attività finanziarie ha comportato che, fino all'introduzione delle *new rules*, la tassazione dei contratti derivati fosse regolata dai principi e dalle categorie generali dell'ordinamento tributario. Anche se la loro applicazione è stata spesso fonte d'incertezza ed aspetti problematici. Gli aspetti più controversi sono:

1) distinzione tra attività commerciali e non commerciali (*trading/non-trading*);

2) distinzione tra proventi in conto capitale e proventi ordinari;

3) frammentazione ed incertezza nelle regole da applicare;

4) atteggiamento ed intervento delle autorità fiscali.

1) Questa distinzione è di fondamentale importanza per la classificazione dei flussi di pagamento da contratti derivati. Se una società fa abitualmente uso di contratti derivati per lo svolgimento della sua attività (società finanziarie) allora tali proventi verranno assoggettati ad imposta secondo i normali criteri adottati per le attività « commerciali » (*trading*). Per il calcolo della base imponibile ai fini fiscali saranno cioè presi come riferimento i proventi contabilizzati in bilancio.

Quando l'investitore è rappresentato da una società di produzione, per stabilire la categorizzazione dei proventi è necessario definire lo scopo per il quale l'investimento è stato effettuato, solo nel caso in cui sia di copertura di attività commerciali, allora anche i proventi dei derivati sono considerati tali.

2) La distinzione tra redditi ordinari e redditi da capitale riveste all'interno dell'ordinamento tributario britannico un

ruolo molto importante, poiché per le due categorie sono previste delle regole impositive molto diverse. A volte i contratti derivati intrapresi da società commerciali e per scopi inerenti la loro attività sono comunque considerati come redditi da capitale e perciò assoggettati alla disciplina dei Capital Gains. Anche se, in realtà, le Autorità fiscali si sono a volte rivelate più permissive ed hanno concesso di applicare il regime impositivo sancito dal Schedule D Case I (*trading activity*) nelle situazioni in cui i contratti derivati sono utilizzati con finalità di copertura di attività strettamente connesse all'attività caratteristica della società.

3) Con frammentazione dell'ordinamento fiscale si intende il fatto che la mancanza di chiarezza e di univocità nella classificazione dei proventi da contratti derivati può dar adito a situazioni in cui il trattamento fiscale riservato all'attività di copertura differisca sostanzialmente da quello predisposto per l'attività coperta, senza tenere conto del fatto che siano strettamente connesse dal punto di vista del loro risultato economico e della loro funzione strategica.

Per esempio, si può verificare la situazione in cui i proventi dell'attività coperta siano classificati come ordinari e le perdite del contratto di copertura in conto capitale rendendo così impossibile la compensazione tra i due.

4) La guida dalle autorità fiscali alla tassazione dei prodotti derivati può presentarsi in tre forme:

— I *regolamenti informali* predisposti dal Revenue, influenzano l'interpretazione delle norme e suggeriscono la forma delle loro applicazioni, non sono però vincolanti.

— Extra Statutory Concession, sono disposizioni mirate a porre rimedio ad anomalie e casi minori.

— Statements of Practice, sono simili alle Extra Statutory Concession, anche se meno formali.

Tutte le suddette forme d'intervento da parte delle Autorità fiscali hanno assunto rilevante importanza nel dar forma al trattamento fiscale dei contratti derivati.

Da quanto esposto finora emerge come la legislazione fiscale britannica sia una realtà in divenire e che è in corso un processo di rinnovazione che farà volgere la situazione vigente, incerta e scarsamente articolata, ad un'altra in cui il

corpo normativo sarà caratterizzato da un più elevato grado di strutturazione e completezza.

6.2. Persone fisiche

Le transazioni in prodotti derivati sottoscritte da persone fisiche sono, in genere, considerate come transazioni speculative, si applica perciò la legislazione fiscale propria dei Capital Gains, a meno che l'investitore non possa provare di star effettuando operazioni di *trading*.

7. Stati Uniti

Il regime fiscale statunitense proprio dei contratti derivati si presenta come un esempio di legislazione ideata e strutturata appositamente per l'imposizione fiscale di quel tipo di strumenti. È quindi interessante analizzarne non solo le dinamiche ed i funzionamenti attuali, ma anche il percorso storico che ha permesso di approdare a tale risultato.

Si analizza la normativa fiscale inerente alla tassazione dei principali contratti derivati in vigore negli USA, dalla fine degli anni '70 ad oggi.

Il periodo storico considerato è stato diviso in tre epoche, ciascuna di esse corrisponde all'introduzione di modifiche sostanziali e, quindi, ad una diversa caratterizzazione del sistema fiscale. L'analisi di ogni corpo normativo associato ai diversi periodi ha lo scopo di presentare di volta in volta la descrizione dei meccanismi di tassazione e di sottolineare tre punti principali: 1) i miglioramenti conseguiti rispetto al periodo precedente; 2) i problemi che persistono nonostante le modifiche; 3) le difficoltà introdotte dalla nuova legislazione.

La prima fase ha inizio nel 1954 quando si cominciarono ad affrontare i problemi relativi alla caratterizzazione dei proventi dei contratti derivati, se considerarli cioè come proventi ordinari o guadagni in conto capitale. Non era, infatti, chiaro se ed in che modo rientrassero nella Sez. 1222 che definiva il campo di applicazione generale del trattamento dei guadagni e delle perdite in conto capitale. Vennero quindi emanate due sezioni, Sez. 1233 e Sez. 1234, che si occupavano specificata-

mente della distinzione tra redditi ordinari ed in conto capitale in riferimento ai proventi dei prodotti derivati. Nel corso degli anni queste disposizioni subirono diversi emendamenti, ma per delle risposte più efficaci ed organiche ai problemi associati all'uso dei derivati occorre aspettare fino a 1981, anno che segna l'ingresso nella seconda fase e l'inizio dell'emana-zione di norme fiscali particolareggiate e specifiche per i pro-dotti derivati.

Il pregio delle soluzioni introdotte in questa fase è senz'al-tro quello di aver riconosciuto l'esigenza di creare una legisla-zione fiscale *ad hoc*, ammettendo quindi quanto fosse inadeguato applicare ai derivati le regole ed i principi generali previ-sti dall'ordinamento fiscale per la tassazione degli strumenti fi-nanziari tradizionali. Rimangono, tuttavia, grosse lacune normative che diventano sempre più gravi al crescere dell'uso degli strumenti derivati sia in senso quantitativo che nel senso di una progressiva complessità degli strumenti. Come, ad esem-pio, la necessità di stabilire delle norme che prevengano l'uti-lizzo dei contratti derivati messi in atto al solo scopo di diffe-rire il pagamento delle imposte nel tempo attraverso posizioni di tipo *straddle*.

La seconda fase è contraddistinta dal corpo normativo tut-tora vigente, si daranno per adesso solo alcuni cenni cronolo-gici per poi fornirne una descrizione più accurata nella se-conda parte di questa sezione.

I problemi ereditati dal periodo precedente sono di due tipi: uno riguarda la caratterizzazione dei proventi dei con-tratti derivati (ordinari o in conto capitale); l'altro riguarda la tempistica con cui i proventi vengono riconosciuti ai fini fi-scali, fino ad ora si era fatto riferimento al principio generale di realizzazione vigente nell'ordinamento statunitense creando così opportunità di realizzare i guadagni e le perdite in tempi diversi e di differire il pagamento delle imposte nel tempo. Per esempio, intraprendendo due posizioni equivalenti ma di segno opposto e realizzando solo quella che comportava delle perdite si riusciva a posticipare la tassazione dei guadagni e «proteggere» da tassazione proventi derivati da altre transa-zioni (uso della *tax timing option*).

Per far fronte al primo tipo di problemi il Congresso ha emanato nel 1981 una norma specifica: la Sez. 1256 che im-

pone che i guadagni dei contratti derivati che rientrano nelle sue competenze siano considerati per il 40% guadagni in conto capitale di breve periodo e per il 60% guadagni in conto capitale di lungo periodo. Per quanto riguarda le questioni relative alla tempistica di rilevazione dei proventi la stessa Sez. 1256 (che subirà successivamente delle estensioni ad altri tipi di derivati nel 1982 e 1984) dispone che si applichi il principio del *mark-to-market* in sostituzione al principio di realizzazione, dando così rilievo fiscale ai proventi maturati anche se non ancora incassati. Nello stesso 1981 Act, viene emanata la Sez. 1092 che introduce nel Codice il concetto di « straddle » e delle regole per prevenirne i possibili utilizzi a scopi elusivi. Nel 1993 Act viene invece inserita la Sez. 475 che si occupa dei contratti trattati dai *securities dealer* estendendo ad essi il principio di *mark-to-market*. L'ultimo provvedimento introdotto nella legislazione è il regolamento § 1.446-4 adottato nell'ottobre 1994 che si occupa della regolazione del *timing* per la rilevazione dei proventi delle transizioni di copertura contro i rischi definendo il principio di *matching*, imponendo cioè il confronto tra i guadagni e le perdite dell'attività coperta con i guadagni e le perdite dell'operazione di copertura.

Le novità normative di questa fase hanno introdotto diversi miglioramenti. In primo luogo è stata creata una legislazione specifica per i prodotti derivati con regole particolareggiate e tentativi di coordinamento tra esse, ciò significa un maggior controllo ed adeguatezza tra le norme fiscali e i contratti derivati, prima forzosamente regolamentati secondo i principi generali dell'ordinamento fiscale. Poi, più specificatamente, si è in parte risolto il problema del differimento anticipato e non anticipato dei guadagni grazie all'applicazione del principio di *mark-to-market*. Si è, inoltre, fatto fronte ai problemi di *mis-matching* tra la posizione di copertura e quella coperta dai rischi introducendo il principio del confronto.

Per quanto riguarda le incoerenze che sono rimaste si può riscontrare che il sistema fiscale statunitense che grava sui contratti derivati, come si presenta oggi, ha un aspetto decisamente frammentato, è un insieme di regole molto particolareggiate, ognuna di esse risponde, infatti, ad un problema specifico. Sono previsti trattamenti diversi a seconda del tipo di investitore, dello scopo per cui il derivato viene utilizzato e

alla definizione cui corrisponde. In questo modo le regole di tassazione agiscono, a volte, in modo asimmetrico (per esempio due parti di una stessa transazione possono essere tassate in modi differenti, asimmetria orizzontale; oppure transazioni che hanno lo stesso significato economico ma sono classificati in modo diverso danno adito ad imposizioni fiscali diverse pur nelle mani dello stesso tipo di investitore, asimmetria verticale); si possono verificare sovrapposizioni (ad esempio la regola di «*capital loss limitation*» è in alcuni casi superflua e per questo dannosamente limitativa) ed incoerenze.

L'ultima fase si colloca nel futuro, si riferisce alle modifiche proposte per migliorare il sistema fiscale. Si prenderà in considerazione in particolar modo l'iniziativa di Scarborough. Tra i pregi di questa proposta si annovera certamente il fatto di semplificare l'insieme di regole fiscali ormai, dopo anni di produzione di norme ognuna mirante ad affrontare un tipo specifico di problema, divenuto esageratamente complesso. In secondo luogo ha il pregio di incentivare l'applicazione del principio di *mark-to-market* che, fermo restando i casi in cui è obbligatorio, può essere scelto evitando così di essere soggetti alla regola di *capital loss limitation*. Riduce anche le possibilità di differire i guadagni nel tempo con il perfezionamento delle regole di *matching*.

Si tratta comunque di una soluzione di *second best*, come affermato dallo stesso Scarborough, che potrebbe essere perfezionato solo da una revisione globale. Persistono, infatti, alcune asimmetrie, sia orizzontali che verticali, che non sono state eliminate nonostante l'ampliamento del principio del confronto.

Il regime fiscale attuale

Si passa ora alla descrizione delle norme che riguardano specificatamente la tassazione dei contratti derivati attualmente in vigore negli Stati Uniti.

Il Congresso ed il Dipartimento del Tesoro statunitensi hanno modificato il principio di realizzazione, presente tra i principi generali dell'ordinamento fiscale USA, per il riconoscimento dell'imponibilità dei proventi dei contratti derivati al du-

plice scopo di prevenire, o comunque limitare, la possibilità di differire i guadagni nel tempo e di adottare un metodo di misurazione di questi ultimi che sia più preciso ed accurato.

Le nuove regole previste si possono suddividere in tre gruppi: le regole che introducono il principio di *mark-to-market*, le regole che introducono il principio del confronto e quelle che modificano il principio di realizzazione in relazione a tipi particolari di contratti derivati.

Per ogni gruppo si cercherà di mettere in evidenza i tipi di contribuenti a cui si riferiscono, le discriminazioni che si basano su i diversi usi dello strumento, gli effetti che queste regole hanno sulla tempistica di rilevazione e sulla caratterizzazione dei proventi dei contratti derivati ed infine come si risolvono gli eventuali problemi di sovrapposizione e compatibilità tra le varie regole. In seguito all'analisi propriamente tecnica, si cercherà di valutare per esteso le incongruenze ed i problemi che si sono risolti e quelli che sono ancora presenti, di cui si è fatto cenno nella prima parte di questa sezione.

Al primo gruppo di norme fiscali, quelle cioè responsabili dell'introduzione del principio di *mark-to-market*, appartengono la Sez. 1256 e la Sez. 475. Tali disposizioni richiedono ai contribuenti di tener conto dei cambiamenti di valore delle attività possedute anche quando non siano ancora stati realizzati, esse rappresentano la risposta più decisa al problema del differimento dei guadagni nel tempo e quindi alla possibilità di avvalersi della *tax timing option*. Si eliminano infatti sia i differimenti anticipati che quelli non anticipati e si previene l'utilizzo di posizioni di tipo *straddle* a tali scopi.

La Sez. 1256, introdotta con il 1981 Act, si riferisce a tre tipi di contratti derivati: i contratti su valuta estera, le *nonequity option* (se l'investitore che le acquista o le cede è un *dealer*) ed i contratti *future* trattati sui mercati regolamentati.

Questa sezione impone che i proventi derivanti da contratti derivati siano tassati non solo quando tali contratti giungono a maturazione o vengono in ogni caso conclusi e liquidati, ma anche via via che essi maturano, secondo il metodo di rilevazione di *mark-to-market*.

La regola di *mark-to-market* non è però richiesta per quegli strumenti che soddisfino la definizione di transizione di copertura contro rischi assunti su altre posizioni di mercato (*hedging*

transaction) sotto la condizione che l'investitore li abbia identificati in questo modo; in tali evenienze si applica, infatti, il Reg. § 1.446-4 di cui ci occuperemo in seguito.

La Sez. 1256 richiede che i contratti derivati siano sottoposti alla regola di *mark-to-market* non solo alla fine dell'anno, ma anche ogni volta che vengono trasferiti o conclusi, cioè ogni volta che viene sottoscritta una transizione equivalente, ma di segno opposto, con la *clearing-house* o comunque se la consegna dell'attività sottostante ha luogo.

I guadagni e le perdite sono considerati in conto capitale e vengono trattati, indipendentemente dalla durata di detenzione del contratto da parte del investitore, per il 40% come redditi di breve periodo e per il 60% come redditi di lungo periodo, in modo che, data l'aliquota più favorevole che grava sui guadagni in conto capitale di lungo periodo, si possa parzialmente compensare dallo svantaggio che il principio di *mark-to-market* arreca al investitore. Se però il contratto derivato è identificato come transazione di copertura contro i rischi allora i guadagni sono considerati come ordinari (anche se il contratto non soddisfa le altre parti della definizione ed è perciò rilevato secondo il principio di *mark-to-market*) mentre le perdite possono essere considerate sempre da capitale.

La Sez. 1256 contiene anche delle regole che permettono di coordinare la sua azione con quella della Sez. 1092 che si occupa delle transazioni di tipo *straddle*. Se tutte le posizioni che costituiscono un'operazione *straddle* sono soggette alla regola di *mark-to-market* ai sensi della Sez. 1256 allora le regole proprie sul differimento delle perdite di una *straddle* non si applicano. Se invece, almeno una, anche se non tutte le posizioni della *straddle* rientra nelle competenze della Sez. 1256 l'investitore può scegliere che tale norma non sia applicata a nessuna delle posizioni della transazione in questione, in questo caso denominata « *mixed straddle* ».

La Sez. 475, introdotta nel 1993, fa parte, insieme alla Sez. 1256, del gruppo di regole responsabili dell'introduzione del principio di *mark-to-market*. Questa norma parte però da un punto di vista diverso, anziché definire il suo campo di applicazione descrivendo i contratti cui si riferisce, prende in considerazione un tipo particolare d'investitore il « *dealer in securities* ».

Si definisce *dealer in securities* quell'investitore che a) regolarmente tratta *securities* con clienti durante il normale svolgimento di un'attività di *trade* o di *business*; o che b) regolarmente offre di intraprendere, assumere, compensare o terminare posizioni in *securities* durante il normale svolgersi di attività di *trade* o di *business*. Per esempio, i contratti *future* sono espressamente esclusi dalla definizione di *security*, come gli altri contratti soggetti alla Sez. 1256, rientrano tuttavia nel campo di applicazione di questa norma ogni volta che vengono detenuti come strumenti di copertura contro rischi delle attività in *securities*, posto che il *dealer* li identifichi espressamente come tali. Ogni guadagno o perdita riconosciuto secondo il principio di *mark-to-market* in seguito all'applicazione della Sez. 475, è considerato ordinario — nell'intento di uniformare il carattere che solitamente hanno i profitti in capo a tali contribuenti — quindi i guadagni e le perdite di un contratto derivato detenuto per proteggere un'attività *security* sono ordinari e sottoposti al meccanismo di *mark-to-market*.

La regola di trattare i guadagni e le perdite come ordinari non agisce sui guadagni e le perdite collocabili in un periodo in cui l'attività è detenuta dal *dealer* per scopi non connessi alla sua attività di *dealer in securities*. Così, per esempio, se un'attività è soggetta alla regola di *mark-to-market* solo perché è detenuta per coprire contro i rischi un'altra attività sottoposta a tale regola, se quest'ultima viene venduta allora i guadagni e le perdite maturati dalla prima attività dopo la cessione saranno da capitale, mentre i guadagni e le perdite maturati prima della vendita saranno ordinari.

Sono invece esclusi dall'applicazione di questa norma i contratti derivati su beni fisici (*commodities*).

Per quanto riguarda le regole di coordinamento occorre rilevare che la Sez. 1256 non si applica quando una transazione è soggetta alla Sez. 475, mentre le regole riguardanti le *straddle* contenute nella Sez. 1092 sono comunque valide.

Il *secondo gruppo* di regole è costituito dalle norme che introducono il principio del confronto, o *matching*. Lo scopo è quello di impedire la realizzazione anticipata delle perdite di un elemento di una posizione d'investimento al fine di posticipare la tassazione degli utili derivanti da un altro elemento della medesima posizione. L'imposizione del confronto signi-

fica infatti obbligare l'investitore a differire le perdite derivanti dai contratti derivati nel tempo fino al momento in cui anche i guadagni delle posizioni « compensatorie »⁽⁸⁾ non siano realizzati.

Vi sono tre disposizioni, Sez. 1092, Reg. § 1.446-4 e la regola di « capital loss limitation » espressamente designate a prevenire l'uso dei derivati per creare perdite che in realtà non esistono economicamente.

La Sez. 1092, introdotta contemporaneamente alla Sez. 1256 con il 1981 Act, ha lo scopo di prevenire l'uso di posizioni *straddle* per differire i guadagni nel tempo e per convertire il carattere dei proventi da ordinari, o da capitale di breve periodo, in guadagni in conto capitale di lungo periodo (per poter usufruire, in questo modo, di un regime fiscale favorevole). Questa disposizione prevede che ogni volta che un investitore realizzi delle perdite in seguito al possesso di certi tipi di derivati che rappresentano degli interessi in beni mobiliari o titoli azionari, e contemporaneamente detiene delle posizioni compensatrici, allora il riconoscimento di dette perdite è differito fino al momento in cui anche i guadagni della posizione compensatrice siano riconosciuti. In contrasto alla regola di *matching*, Reg. 1.446-4, che si applica solo se una delle due posizioni è stata intrapresa con l'esplicito *proposito* di ridurre il rischio di un'altra posizione, la Sez. 1092 richiede solamente che una delle due posizioni abbia questo *effetto*. Un'altra differenza tra le due disposizioni risiede nel fatto che il Reg. 1.446-4 richiede che, per applicare la regola del confronto, il rischio che è stato ridotto dalla posizione compensatrice sia inerente a fluttuazioni di prezzo, di tassi di cambio o a variazioni dei tassi di interesse; la Sez. 1092 non pone invece alcuna condizione sulla natura del rischio che viene coperto.

La Sez. 1092 e la Sez. 475 sono invece compatibili, la regola del confronto e quella di *mark-to-market* possono, infatti, sovrapporsi ed essere applicate contemporaneamente ad una medesima posizione. Se le perdite di una posizione vengono riconosciute in conformità alla Sez. 475 e tale posizione fa parte

(8) Due o più posizioni si dicono compensatorie quando intraprendendo una di esse, si riducono sostanzialmente i rischi propri dell'altra transazione, senza per questo eliminarla.

di una *straddle*, allora vengono differite nel tempo come previsto dalla Sez. 1092. Tale compatibilità non esiste invece con la Sez. 1256 che, qualora una posizione sia soggetta ad entrambe a discrezione dell'investitore può non essere applicata. Come la Sez. 1256, la Sez. 1092 non si applica a nessuna posizione che è propriamente identificata come una transazione di copertura contro rischi.

Il Reg. § 1.446-4 rappresenta l'ultima disposizione introdotta in materia, emanata nella sua forma finale nel 1994, esprime il chiaro intento di prevenire l'uso dei derivati per realizzare perdite ai soli fini fiscali.

Questa disposizione si applica alle posizioni intraprese allo scopo di coprire contro rischi⁽⁹⁾ altre posizioni, nel caso in cui non facciano parte di una *straddle*. Prevede che i contribuenti rilevino i proventi delle transazioni di copertura contro rischi seguendo una scansione temporale che sia conforme a quella usata per il rilevamento dei guadagni e delle perdite delle attività da esse protette, e che essi assumano carattere ordinario. La regola del confronto applicata alle transazioni che coprono contro i rischi può fare in modo che l'investitore tenga conto dei guadagni o delle perdite di un derivato, utilizzato come strumento di copertura, prima o dopo che si siano effettivamente realizzati. Se, infatti, la posizione protetta da rischi viene liquidata prima del derivato che la protegge, allora tale strumento, in accordo al principio del confronto, deve essere sottoposto alla regola del *mark-to-market* nel momento in cui liquidazione avviene. Se è invece il derivato ad essere liquidato prima dell'attività che deve coprire, allora i guadagni e le perdite di tale strumento vengono differiti nel tempo fino al momento in cui anche i proventi e le perdite dell'attività coperta vengono presi in considerazione. La regola del confronto opererà quindi differendo le perdite in quei casi in cui l'investitore non ha ancora realizzato i guadagni corrispondenti.

(9) Una transazione è considerata di copertura contro rischi quando l'investitore: a) la intraprende con l'intento di ridurre il rischio associato ad un'altra posizione, b) dichiara tale intento il medesimo giorno in cui intraprende l'azione di copertura, c) identifichi l'attività sottostante che è coperta dal rischio entro 35 giorni dal momento in cui la transazione di copertura è stata stipulata.

La regola del confronto non si applica a nessuna posizione che sia soggetta alla regola di *mark-to-market* in accordo alla Sez. 475.

Esiste anche un'altra disposizione che può essere connotata come « anti-straddle »: è la regola della « *limitazione delle perdite in conto capitale* ». Impedisce ai contribuenti di realizzare selettivamente le perdite di investimenti nella misura in cui eccedono le perdite economiche dei loro portafogli. Si applica anche nei casi in cui non ci sia una posizione compensatrice e quindi possono anche non esistere dei guadagni che dovranno essere realizzati in futuro.

Si applica alle transazioni che rientrano nelle competenze della Sez. 1256 solo se si tratta di attività in conto capitale; mentre non agisce mai sulle transazioni di copertura contro rischi. La limitazione della realizzazione selettiva delle perdite è complementare all'azione della Sez. 1092 che è impotente quando si è in presenza di due transazioni che in qualche modo si compensano, ma che non si bilanciano perfettamente.

8. I derivati di credito

I *credit derivatives* sono l'ultimo prodotto della tecnologia dei derivati finanziari che si è affermato sui mercati a partire dagli anni novanta. Fra i motivi del loro sviluppo vi è la crescente attenzione delle istituzioni finanziarie per la gestione di ogni tipologia di rischio.

Nel seguito saranno descritte le tipologie principali di *credit derivatives*. Quindi saranno analizzate le legislazioni fiscali statunitense ed italiana in materia di prodotti derivati tenendo presente che in nessun paese vi sono norme specifiche per i *credit derivatives* e quindi la disciplina fiscale è costituita dalle norme sui derivati tradizionali e dai principi generali della tassazione.

8.1. Descrizione dei principali tipi di derivati di credito

I *credit derivatives* sono accordi bilaterali personalizzati che prevedono lo scambio di pagamenti almeno uno dei quali determinato dalla *performance* di una particolare attività finan-

ziaria esposta al rischio di credito. Essenzialmente sono strumenti che permettono la separazione del rischio di credito da quello di mercato ed il suo trasferimento. Infatti il *payout* è legato tramite una formula predefinita unicamente al merito creditizio di una particolare attività di riferimento ed è quindi indipendente dagli altri rischi dell'attività. Il sottostante è l'attività finanziaria dal cui rischio di credito ci si vuole proteggere e l'attività di riferimento è l'attività finanziaria il cui rischio di credito è effettivamente trasferito. Quando l'attività sottostante sia di difficile valutazione oppure quando esista un'attività simile che sia ampiamente trattata sul mercato sottostante ed attività di riferimento possono non coincidere.

I *credit derivatives* possono essere classificati

- in base al tipo di strumento derivato tradizionale che viene utilizzato (*forward*, *swap*, opzione)
- in base al tipo di attività sottostante dal cui rischio di credito proteggono (prestiti bancari, titoli statali, titoli societari)
- in base al tipo di rischio di credito da cui effettivamente proteggono.

Utilizzando quest'ultimo criterio si definiscono tre classi di *credit derivatives*:

- *total rate of return swaps* (TROR swaps)
- *credit spread products*
- *credit default products*.

I *total rate of return swaps* costituiscono un adattamento degli *swaps* tradizionali per creare sinteticamente nuove opportunità di investimento. Essi consentono una copertura totale del rischio di credito e di quello di mercato incorporati in un'attività senza che essa sia eliminata dal bilancio.

I *credit spread products* permettono di gestire le variazioni nei margini di rischio di attività finanziarie esposte al rischio di credito. L'utilizzo di questi strumenti consente di attuare strategie di copertura e di assumere posizioni speculative o aumentare il rendimento dell'attività stessa.

I TROR swaps e i *credit spread products* possono essere considerati *replication products* in quanto permettono di ricreare sinteticamente certe posizioni.

I *credit default products* sono strumenti che garantiscono il pagamento di una certa somma, fissa o calcolata secondo una

formula predeterminata, al verificarsi di un determinato evento, detto *credit event*. In questo modo diventa possibile assumere e trasferire il puro rischio di credito connesso ad un certo emittente.

Nel seguito si analizzeranno le cinque tipologie di *credit derivatives* più diffuse, cioè:

- *Credit default swaps*
- *Total rate of return swaps*
- *Credit-linked notes*
- *Credit spread options*
- *Credit spread forwards*.

Credit default swap

Il *credit default swap*, o *credit swap*, è il contratto con maggiore diffusione assieme al *TROR swap* sul mercato dei *credit derivatives*.

È un contratto finanziario bilaterale nel quale una delle parti (l'acquirente di protezione) paga un premio, generalmente espresso in punti base (*basis points*) su un capitale nominale, in cambio della promessa da parte del venditore di protezione di effettuare un pagamento contingente nel caso si verifichi un *credit event* in relazione ad un credito di riferimento. L'acquirente di protezione non deve necessariamente detenere il credito di riferimento.

I termini essenziali dell'accordo sono la modalità di calcolo e di pagamento del premio, la durata del contratto, la definizione di *credit event* e il meccanismo di regolamento del contratto in caso di verificarsi di un *credit event*.

Total rate of return swap

Il *TROR swap* ha molte più analogie, rispetto al *credit default swap*, con i normali prodotti finanziari tanto da essere facilmente assimilabile ad un *equity swap*. Infatti, mentre in un *equity swap* l'attività sottostante è un titolo azionario (oppure un indice o un paniere di attività mobiliari), nel *TROR swap* il sottostante è un titolo obbligazionario, un prestito o un paniere di queste attività.

Un *total rate of return swap* è un contratto finanziario bilaterale che permette lo scambio del rischio di credito fra le parti. La differenza fondamentale con un *credit default swap* è lo scambio fra le parti della performance economica totale di una certa attività contro un altro flusso di cassa.

Gli scambi di pagamenti fra le parti in un *TROR swap* sono, così, calcolati con riferimento alle variazioni del valore di mercato di un'attività di riferimento *credit-sensitive* a prescindere dal verificarsi di un *credit event*.

In un *TROR swap* le parti convengono di scambiarsi pagamenti periodici, entrambi calcolati con riferimento ad uno stesso capitale nozionale, di cui uno sarà basato su un certo tasso d'interesse (fisso oppure variabile) e l'altro sarà costituito dai flussi di cassa generati da un'attività di riferimento vale a dire interessi, commissioni e variazioni di valore dell'attività.

Vi sono diverse tipologie di *TROR swap* a seconda di quale sia l'attività sottostante:

- *Total return bond swap* quando l'attività sottostante è un titolo obbligazionario

- *Total return loan swap* quando l'attività sottostante è un prestito

- *Loan portfolio swap* che è una variante del precedente. Scompare la distinzione fra *TR payer* e *TR receiver* in quanto entrambe le parti, generalmente due banche, assumono contemporaneamente i due ruoli. Infatti ognuna delle due parti trasferisce il *total return* connesso ad un prestito detenuto in portafoglio alla controparte

- *Index total return swap* quando il sottostante è un indice obbligazionario. In questo caso è possibile ricevere o pagare il reddito complessivo di un indice obbligazionario in cambio del LIBOR incrementato di uno *spread*. La variante più diffusa è l'*emerging market total return swap* che è centrata sul « rischio Paese ». Esso comprende titoli di nazioni come Argentina, Brasile, Messico caratterizzati da un rendimento molto maggiore rispetto ai titoli dei paesi più industrializzati ma sono anche più esposti al rischio di *default*.

- *Total return basket swap* quando l'attività di riferimento è un paniere di titoli o prestiti.

Credit linked note

La *credit-linked note*, o *credit-linked security*, è un titolo che incorpora un *credit derivative* che è in genere un *credit default swap*. Questo strumento consente di assumere sinteticamente un'esposizione al rischio di credito di una certa attività di riferimento, normalmente un'obbligazione emessa da una società o un prestito.

Nella sua forma base, una *credit default note* è analoga ad un titolo obbligazionario con la corresponsione periodica di interessi superiori al tasso di mercato e la restituzione del capitale investito alla scadenza. Il riscatto delle *notes* alla pari è subordinato alla performance di uno o più titoli di riferimento; l'inadempienza su una di queste attività sottostanti comporterà una riduzione del rimborso del capitale all'investitore. Il sottoscrittore accetta quindi di esporsi al rischio di credito legato ad una certa attività, in cambio di un rendimento maggiore di quello che potrebbe ottenere sul mercato investendo in altre attività.

Credit spread forward

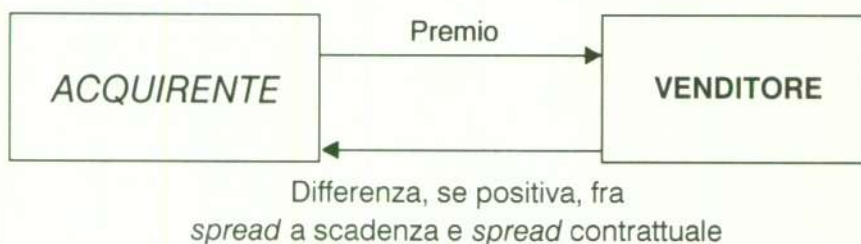
Analogamente ad un contratto *forward* sui tassi d'interesse un *credit spread forward* è un contratto bilaterale che a scadenza prevede lo scambio fra le parti di un pagamento pari alla differenza fra uno *spread* prefissato e lo *spread* di un titolo di riferimento, generalmente un titolo obbligazionario.

Credit spread option

Le *credit spread options* permettono l'assunzione di posizioni in base alle previsioni sulle variazioni di certi *spreads* creditizi. Vi sono *credit spread options put* e *call*, americane ed europee.

Una *credit spread call* è un contratto in base al quale una parte paga un premio (corrisposto inizialmente o periodicamente) alla controparte in cambio di un pagamento che dipende dall'incremento di uno *spread* rispetto a quello fissato contrattualmente come indicato nella Fig. 1.

Figura 1 - Credit spread call.



In una *credit spread put* il pagamento della controparte corrisponde alla differenza, se positiva, fra *spread* contrattuale e *spread* a scadenza (Fig. 2).

Figura 2 - Credit spread put.



Il *credit spread*, interpretato come premio richiesto dal mercato per il rischio di detenere il titolo dell'emittente, può essere calcolato come differenza fra il rendimento del titolo ed un certo tasso d'interesse (LIBOR) e allora si parla di *asset swap spread* o, alternativamente, utilizzando come *benchmark* il rendimento di un titolo non rischioso con le stesse caratteristiche, in genere i *Treasuries* statunitensi.

8.2. Il trattamento fiscale dei credit derivatives negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti non esiste una legislazione fiscale per i *credit derivatives* per cui si fa riferimento alle norme generali sui derivati e sulle operazioni di copertura.

Nel seguito distinguiamo le norme fiscali rilevanti per i *TROR swaps*, i *credit default swap* e i *credit linked notes* e le conseguenze fiscali per acquirenti e venditori.

Total rate of return swap

Assumiamo che l'attività di riferimento sia un'obbligazione emessa da una società statunitense, denominata in dollari, soggetta ad imposizione e diffusamente trattata sul mercato. Si suppone inoltre che, al momento della stipula, il *TROR swap* non sia *off-market*⁽¹⁰⁾ e non sia quindi necessario effettuare un pagamento iniziale per entrare nello *swap*. Infine, la durata del *TROR swap* è significativamente inferiore alla vita residua del titolo sottostante⁽¹¹⁾.

La caratterizzazione a fini fiscali più probabile per un *TROR swap* è quella di *notional principal contract (NPC)*, definito come « uno strumento finanziario che prevede, ad intervalli prefissati, il pagamento da una parte all'altra di somme di denaro calcolate applicando un indice prefissato ad un capitale nozionale, in cambio di considerazioni specifiche o della promessa di compiere pagamenti analoghi »⁽¹²⁾. Con *indice prefissato* si intende una « oggettiva informazione finanziaria » cioè « ogni informazione economica o finanziaria corrente ed oggettivamente determinabile che non sia sotto il controllo di nessuna delle parti del contratto e che non dipenda unicamente dagli accadimenti economici di una delle parti (come i

⁽¹⁰⁾ Questo sta a significare che il prezzo di riferimento stabilito nel contratto non si discosta da quello prevalente sul mercato al momento in cui l'accordo viene concluso.

⁽¹¹⁾ L'introduzione di questa ipotesi ci permette di distinguere il *TROR swap* dal *credit default swap*, in quanto un'obbligazione alla scadenza riassume il proprio valore nominale.

⁽¹²⁾ Reg. 1.446-3 (c) (1) (i).

dividendi distribuiti da una delle parti, i suoi profitti o il suo valore azionario)»⁽¹³⁾.

Fra gli *NPC* sono compresi *interest rate swaps*, *interest rate caps* e *floors*, *currency swaps*, *basis swaps*, *commodity swaps*, *equity swaps* ed *equity index swaps*. Sono invece esclusi *futures*, *forwards* ed opzioni.

La definizione di *NPC* è molto ampia e comprende i *TROR swaps*. I pagamenti effettuati dal *TR receiver* avvengono periodicamente e sono calcolati in presenza di informazioni finanziarie oggettive che le parti non possano controllare. Inoltre i pagamenti sono effettuati in cambio della promessa da parte del *TR payer* di effettuare pagamenti analoghi.

I *TROR swaps* non sono inclusi esplicitamente nella lista degli *NPC* al contrario degli *equity swaps* che sono essenzialmente dei *TROR swaps* nei quali l'attività di riferimento sono azioni anziché titoli di debito. Le caratterizzazioni a fini fiscali dei due contratti comunque coincidono.

Un *TROR swap* può non essere classificato come *NPC* se è esplicitamente escluso dalla definizione per cui vi sono trattamenti fiscali differenti quando il *TR payer* possiede materialmente l'attività di riferimento o quando questa attività non è un'obbligazione ampiamente trattata. Quando l'attività di riferimento è un titolo di debito ampiamente trattato e il *TR payer* non ne è in possesso, un *TROR swap* non è caratterizzato come *NPC*.

Tassazione di un notional principal contract

Assumendo che un *TROR swap* sia un *NPC*, i pagamenti periodici diversi dai *change-in-value payments* periodici effettuati in ogni anno fiscale dal *TR receiver* e ricevuti dal *TR payer* sono inclusi o dedotti dal reddito lordo dell'anno in cui si sono verificati. Quando vi sono pagamenti reciproci sono versati i differenziali che saranno inclusi o dedotti dal reddito lordo. Sebbene non sia stabilito esplicitamente, è opinione diffusa che tali pagamenti periodici debbano essere considerati redditi ordinari.

(13) Reg. 1.446-3 (c) (4) (ii).

Quando il pagamento legato ai cambiamenti di valore dell'attività sottostante avviene alla scadenza del contratto non è chiaro quale sia la ripartizione temporale dei carichi e delle deduzioni fiscali. In questo caso il pagamento dovrebbe essere trattato come un *pagamento non periodico*, definito come «ogni pagamento che non è né periodico né estintivo»⁽¹⁴⁾ in quanto i pagamenti estintivi (*termination payments*) sono «pagamenti fatti o ricevuti per estinguere o per trasferire in tutto od in parte i diritti conseguenti ad un *NPC*»⁽¹⁵⁾. Dal momento che il pagamento finale coincide con la scadenza naturale del *TROR swap* e questo non è chiuso anticipatamente, è ragionevole definire tale pagamento come pagamento non periodico.

Sulla base del significato economico di un *TROR swap*, il pagamento finale e la sua contabilizzazione dovrebbero essere contemporanei in quanto ogni guadagno o perdita esistente in un periodo precedente può essere compensato da un'ulteriore variazione nel valore dell'attività di riferimento prima della scadenza del contratto.

Inoltre, il pagamento della variazione di valore dell'attività in un *TROR swap* è analogo al regolamento di un contratto *forward* con liquidazione per contanti che è considerata come una transazione avvenuta alla data di regolamento (che coincide con la data di scadenza del *TROR swap*).

È possibile che per l'*Internal Revenue Service* (IRS) il pagamento finale debba essere incluso nella determinazione del reddito in altro modo per esempio tramite l'adozione della procedura *mark-to-market*.

La natura di reddito ordinario o in conto capitale del pagamento collegato alla variazione di valore dell'attività sottostante, sia nel caso di pagamenti periodici che nel caso di un unico pagamento finale, non è univocamente determinata.

Dal momento che i pagamenti conseguenti alla variazione di valore di un *TROR swap* non derivano da una vendita o da uno scambio essi saranno trattati come reddito o spesa ordinaria a meno che non venga dimostrato che si possa applicare il trattamento relativo alla «vendita implicita» (*constructive sale*).

⁽¹⁴⁾ Reg. 1.446-3 (e) (1).

⁽¹⁵⁾ Reg. 1.446-3 (h) (1).

La legislazione fiscale statunitense prevede tale caratterizzazione per la « cancellazione, cessazione, estinzione o altra terminazione »⁽¹⁶⁾ di certi diritti legati a contratti ampiamente trattati. Appare evidente, anche se non è certo, che i pagamenti legati alle variazioni di valore dell'attività sottostante in un *TROR swap* possono essere pagamenti periodici o non periodici ma non « *termination payments* » secondo gli *swap Regulations*⁽¹⁷⁾.

Sembra che l'orientamento del servizio fiscale statunitense sia di ritenere che i pagamenti che non costituiscono un pagamento estintivo secondo gli *swap Regulations* non lo siano anche per la Section 1234A per cui un *TROR swap* non rappresenta una vendita implicita e quindi i *change in value payments* sono redditi ordinari.

Comunque è possibile che questa correlazione non venga riconosciuta e che pagamenti che vengono trattati come periodici o non periodici dagli *swap Regulations* siano invece considerati « estintivi » dalla Section 1234A. Qualora prevalesse quest'interpretazione, i pagamenti relativi alla variazione di valore dell'attività sottostante saranno trattati come guadagno o perdita in conto capitale.

In alcuni casi, nei *TROR swaps* vengono inserite clausole che anticipano la scadenza del contratto in caso di *credit event* sull'attività sottostante per cui è probabile che la chiusura anticipata sia considerata estinzione del contratto e che quindi il pagamento sia definito « terminale » e considerato reddito da capitale.

Un altro argomento a favore del trattamento come reddito da capitale di questi pagamenti deriva dalla possibilità di dividere un *TROR swap* in un *interest rate swap*, i cui pagamenti verranno trattati come redditi ordinari, e in una vendita a termine regolata per contanti, i cui pagamenti sono considerati guadagni o perdite in conto capitale.

Quando il *TR payer* possiede il titolo di riferimento ed il *TROR swap* ne prevede la vendita alla scadenza, basando i pagamenti dello *swap* sui proventi della vendita, è probabile che il

⁽¹⁶⁾ Section 1234A.

⁽¹⁷⁾ Così è nota la Section 446 dei Regulations, che disciplina la tassazione dei *notional principal contracts*.

change in value payment venga trattato come un aggiustamento ai ricavi della vendita stessa senza il riconoscimento di un guadagno o di una perdita separati.

Il fatto che il *TR payer* detenga il titolo di riferimento rende incerto il fatto che il *TROR swap* possa comportare il trasferimento della proprietà del titolo stesso, a fini fiscali, al *TR receiver*. In generale, per la legislazione fiscale il contraente che ha gli oneri ed i benefici associati alla proprietà del bene coincide con il proprietario.

Per la determinazione della proprietà ai fini fiscali è determinante che

- 1) l'opportunità di conseguire un profitto ed il rischio di subire una perdita,
- 2) il titolo e la possibilità di disporre liberamente del titolo di debito
- 3) gli oneri ed i benefici legati al servizio del debito ed alla riscossione delle somme dovute

L'incertezza nasce dal fatto che il primo requisito farebbe propendere per un trasferimento della proprietà a fini fiscali al *TR receiver*, mentre i due seguenti vanno a favore del mantenimento della proprietà in capo al *TR payer*.

Esistono precedenti storici per altri strumenti finanziari che permettono di ignorare il trasferimento dei benefici economici e, di conseguenza, della proprietà ai fini fiscali. Un esempio è rappresentato dai titoli pubblicamente trattati, ma si può estendere la regola anche ai prestiti bancari attivamente trattati ed ai titoli trattati non pubblicamente, sempre che sul loro mercato vi sia una certa liquidità.

Di conseguenza il fatto che il *TR buyer* disponga del titolo di riferimento è un indicatore significativo della proprietà del titolo stesso, che quindi non viene trasferita ai fini fiscali.

Quando invece il titolo di riferimento è assolutamente illiquido oppure quando il *TR payer* è obbligato a detenere il titolo nell'interesse del *TR receiver*, ad esempio perché si è optato per il *physical settlement*, è possibile che il *TROR swap* conduca ad un trasferimento della proprietà con trattamento fiscale diverso.

Il *TR receiver* sarà considerato il proprietario dell'attività e mutuuario del *TR payer* dal quale ha preso in prestito il denaro necessario all'acquisto del titolo. Quindi gli interessi relativi al

titolo di riferimento saranno inclusi nel reddito del TR *receiver* quando maturano. L'ammontare lordo dei pagamenti periodici da parte del TR *receiver* sarà invece considerato come pagamento di interessi deducibile al momento della maturazione.

Alla scadenza del contratto, il TR *receiver* incasserà la differenza fra il prezzo d'acquisto e quello di vendita considerata guadagno o perdita in conto capitale. Se il TR *receiver* è una banca, profitti e perdite verranno trattati come redditi ordinari⁽¹⁸⁾.

Il TR *payer*, se il *TROR swap* è considerato trasferimento di proprietà ai fini fiscali, è considerato venditore del titolo sottostante al TR *receiver* con l'accordo di riacquisto al prezzo di mercato. I guadagni dall'operazione sul titolo sono soggetti a tassazione e le perdite sono differite come conseguenza dell'applicazione delle *wash sale rules*⁽¹⁹⁾.

I pagamenti periodici diversi da quelli relativi alle variazioni di valore dell'attività sottostante fatti al TR *payer* verrebbero trattati come reddito da interessi⁽²⁰⁾. Alla scadenza dello *swap* il TR *payer* è considerato una seconda volta acquirente dell'attività di riferimento allo stesso prezzo al quale è stato calcolato il pagamento finale dello *swap*. Il pagamento periodico delle variazioni di valore dell'attività sottostante è interpretato come se il TR *payer* avesse riacquistato ed immediatamente rivenduto il titolo di riferimento.

Credit default swaps

Anche in questo caso ipotizziamo che l'attività di riferimento sia un'obbligazione ampiamente trattata emessa da una società statunitense, denominata in dollari e soggetta a tassazione. Si suppone inoltre che il *credit default swap* non sia *off-market* al momento della sua stipulazione cosicché non è necessario un pagamento iniziale.

⁽¹⁸⁾ Section 582 (c).

⁽¹⁹⁾ Section 1091 (a). Queste regole si applicano ai contratti in cui si entra nei 30 giorni seguenti alla vendita di un titolo e diretti all'acquisto di titoli sostanzialmente simili a quelli venduti.

⁽²⁰⁾ Nel caso in cui il TR *payer* non fosse un residente statunitense tali pagamenti di interessi potrebbero essere soggetti ad una ritenuta d'acconto del 30%.

Non esistendo una normativa relativa alla caratterizzazione fiscale dei *credit default swaps*, essi sono caratterizzati come *NPC*.

Un *credit default swap* soddisfa la definizione degli *NPC* in quanto è un contratto in cui l'acquirente di protezione effettua ad intervalli prefissati dei pagamenti basati su di un indice prefissato applicato ad un capitale nozionale⁽²¹⁾. Di conseguenza, i pagamenti periodici di un *credit default swap* devono essere inclusi nel reddito ordinario e deducibili.

La natura del pagamento dovuto in seguito al verificarsi di un *credit event* è incerta dipendendo dal fatto che il pagamento sia considerato come un pagamento non periodico, nel qual caso sarà un profitto od una perdita ordinaria, oppure come un pagamento « estintivo », nel qual caso la sua natura resta incerta.

Sebbene il pagamento finale in un *credit default swap* sembri essere « estintivo » in quanto il contratto ha termine, esso è eseguito in base ai termini del contratto e quindi la natura del pagamento finale e conseguentemente quella del profitto o della perdita rimane incerta.

Alcune varianti dei *credit default swap* possono essere caratterizzate come altri tipi di strumento finanziario, ad esempio come strumenti esclusi esplicitamente dalla lista di quelli appartenenti alla categoria degli *NPC*.

I *credit default swap* presentano alcune analogie con le opzioni *put* e con la fideiussione e possono essere caratterizzate come tali per i termini propri del contratto. Fra questi vi sono il regolamento fisico o monetario (*physical or cash settlement*), il regolamento binario oppure basato sul valore di mercato, il pagamento innescato unicamente dal *default* sul credito di riferimento oppure da un qualunque *credit event*, il pagamento rateale o ad un'unica scadenza del premio.

Per il meccanismo di regolamento fisico un *credit default swap* è analogo ad un'opzione *put* anziché ad un *NPC* poiché tipicamente questi ultimi sono regolati su base monetaria e perché il pagamento da parte del venditore di protezione del valore alla pari del titolo lo fa sembrare più il pagamento del capitale

⁽²¹⁾ Difatti il Reg 1.446-3 (c) (2) (ii) prevede che un tasso fisso è un indice prefissato.

nozionale stesso, rendendolo così «non nozionale». D'altra parte la presenza di un meccanismo di regolamento monetario rende un *credit default swap* simile ad un'opzione *put*. Al contrario, un meccanismo di regolamento binario si discosta molto da una normale opzione regolata in contanti in quanto il pagamento non varia in relazione ai cambiamenti di valore dell'attività sottostante. Infine, il *credit default swap* deve prevedere più pagamenti per essere considerato un *NPC*.

Esiste quindi la possibilità che in particolari circostanze un *credit default swap* venga caratterizzato come un'opzione *put* ai fini fiscali. In questo caso l'acquirente di protezione sarebbe trattato come il detentore dell'opzione e il venditore di protezione sarebbe l'emittente dell'opzione stessa. Generalmente, i premi pagati o ricevuti relativamente ad un'opzione (in questo caso i pagamenti effettuati dell'acquirente di protezione) non vengono immediatamente inclusi nel reddito imponibile o dedotti da esso ma sono capitalizzati ed imputati quando l'opzione viene venduta, esercitata o lasciata cadere. In ogni caso, la perdita o il profitto saranno trattati come redditi in conto capitale sia per l'acquirente che per il venditore dell'opzione.

Per l'acquirente di protezione l'effetto è il differimento della deduzione dei pagamenti periodici e, nel caso non si verifichi alcun *credit event*, la caratterizzazione dei pagamenti come perdita in conto capitale. Nel caso di *credit event* ogni profitto ottenuto in seguito al pagamento ricevuto dalla controparte sarebbe qualificabile come guadagno in conto capitale.

Per il venditore di protezione l'effetto di tale caratterizzazione sarebbe il differimento della tassazione dei pagamenti periodici considerati guadagni in conto capitale e, in caso di *credit event*, il pagamento effettuato alla scadenza dello *swap* sarebbe una perdita in conto capitale. Nel caso in cui una delle due gambe della transazione fosse detenuta da una banca, le perdite o i guadagni sarebbero considerati redditi ordinari.

Quando l'acquirente di protezione possiede il titolo di riferimento, un *credit default swap* è analogo ad una fideiussione in quanto nel caso di *default* del titolo di riferimento il venditore di protezione è garante della controparte. I *credit default swap* presentano numerose differenze rispetto alla fideiussione fra cui il fatto che l'acquirente di protezione non è tenuto a possedere il titolo di riferimento cosicché può ricevere i pagamenti

senza aver subito alcuna perdita. Inoltre, in molti *credit default swaps* il pagamento può essere innescato da un *credit event* diverso dal *default* del titolo di riferimento e il pagamento viene effettuato quando il valore di mercato scende sotto una certa soglia. Infine, il venditore di protezione non può vantare alcun diritto di surrogazione o di rimborso nei confronti del credito di riferimento. Quando le condizioni del *credit default swap* vincolano l'acquirente di protezione a detenere il titolo di riferimento e quando la vita residua di quest'ultimo coincide con la durata del *credit default swap* è possibile che esso sia caratterizzato come una fideiussione. In questo caso

1) tutti i pagamenti periodici possono essere inclusi in base imponibile o dedotti nel momento in cui sono ricevuti o pagati

2) il pagamento ricevuto dall'acquirente di protezione in caso di *credit event* può essere trattato sia come una somma realizzata con la vendita dell'attività di riferimento sia come un pagamento di capitale principale. In entrambi i casi l'effetto è quello di compensare la perdita in conto capitale sull'attività di riferimento

3) il pagamento effettuato dal venditore di protezione è deducibile.

Credit linked notes

Fra le numerose varianti di *credit linked notes* consideriamo un titolo emesso da una parte che non ha alcun collegamento con il credito di riferimento, paga un tasso d'interesse fisso o variabile e, nel caso non si verifichi alcun *credit event*, ha una data di scadenza fissa in cui verrà pagato all'investitore il valore nominale della *note*. Nel caso di *default* del titolo di riferimento la scadenza verrà anticipata e verrà corrisposta all'investitore una somma legata al valore *post-default* del titolo stesso. Tale somma può essere il *recovery value* del titolo in questione oppure una percentuale fissa del suo valore nominale.

Le *credit linked notes* possono essere emesse anche da uno *special-purpose vehicle* (SPV) che è anche il venditore di protezione in un *credit default swap*.

Riguardo alla tassazione delle *credit linked notes*, il primo tema da affrontare è se queste rappresentano uno strumento di debito ai fini fiscali. La definizione tradizionale di strumento di debito — un'obbligazione incondizionata a pagare una somma certa ad una data di scadenza fissata, insieme a pagamenti addizionali per compensare la messa a disposizione del denaro — richiede che il capitale nominale della *note* sia una somma certa. Così, uno strumento di debito il cui pagamento principale sia aleatorio può essere definito in altro modo a fini fiscali.

L'*Internal Revenue Service* ha riconosciuto che strumenti di debito con un pagamento di capitale principale aleatorio possono essere riconosciuti come titoli di debito ai fini fiscali.

Quando l'emittente della *credit linked note* è uno SPV la nuova caratterizzazione possibile è quella di un interesse azionario nell'SPV. Nel caso in cui lo SPV sia un *grantor trust*, ciascun proprietario di una *note* sarebbe un diretto proprietario della corrispondente parte della garanzia collaterale detenuta dal *trust* e di una quota proporzionale del *credit default swap*, che verrebbe tassato secondo le modalità descritte.

Il trattamento fiscale delle *credit linked notes* intese come strumenti di debito, sebbene lontano dall'essere certo, è decisamente più probabile se l'emittente non è uno *special-purpose vehicle* ed il venditore di protezione di un *credit default swap*. In questo caso la *note* è, nella forma, un titolo di debito e non assomiglia più ad un titolo azionario: di conseguenza, la *note* non potrà più essere caratterizzata come un interesse azionario. Mentre economicamente una *credit linked note* ricorda un'unità d'investimento costituita da uno strumento di debito e da un *credit default swap* (con l'acquirente della *note* che diventa il venditore di protezione), tale posizione non può essere sostenuta con fermezza dall'IRS.

Assumendo che una *credit linked note* è uno strumento di debito, la natura e la scansione temporale del reddito nelle mani dell'investitore dipendono dalla possibilità di includere questo prodotto fra i *contingent payment debt instrument* (di seguito CPDI). Un CPDI è uno strumento di debito che prevede uno o più pagamenti aleatori. A tal fine, un pagamento non è considerato aleatorio unicamente perché dipende da un evento la cui occorrenza è « remota » (*remote*). Quindi una *credit linked*

note sarà considerata un CPDI solamente se la probabilità di un *credit event* supera una certa soglia. I *Regulations* non forniscono alcun chiarimento circa il significato di *remote*.

Quando il credito di riferimento gode di un alto *rating* oppure quando la scadenza della *note* è breve ci sono buoni argomenti per sostenere che la possibilità che si verifichi un *credit event* sono *remote*.

Se una *credit linked note* non è un CPDI, allora gli interessi che questa garantisce possono essere inclusi come redditi ordinari da interessi da parte dell'investitore e come spese ordinarie da interessi da parte dell'emittente, mano a mano che detti interessi maturano.

Nel caso di un verificarsi di un *credit event*, l'emittente avrà un profitto da cancellazione di indebitamento, che è di natura ordinaria. Se egli detiene il titolo di riferimento subirà altresì una *capital loss* che non compenserà direttamente il profitto ordinario derivante dalla *credit linked note*.

La natura della perdita subita dall'investitore non è chiara. Difatti, come detto in precedenza, il trattamento legato ad una *capital loss* viene applicato solo in seguito ad una vendita o ad uno scambio. Se l'emittente è una *corporation*, la *note* verrà trattata come un titolo senza valore e l'investitore potrà riconoscere una *capital loss* ⁽²²⁾. In caso contrario, se cioè la *note* non può essere trattata come un titolo senza valore, se l'investitore è una *corporation* potrà effettuare una deduzione ordinaria per la perdita, altrimenti ci troveremo di fronte ad una *capital loss* a breve termine.

Se, invece, la *credit linked note* viene considerata un CPDI, si applicano regole diverse, che possono essere sintetizzate nel modo seguente. Innanzitutto, l'emittente deve determinare il proprio « *assumed yield* », che non è altro che il rendimento che avrebbe dovuto pagare nel caso avesse emesso uno strumento di debito convenzionale a tasso fisso con scadenza uguale a quella della *credit linked note*. Come seconda cosa l'emittente deve determinare il piano dei pagamenti della *credit linked note*. L'investitore è tenuto a portare a tassazione imme-

⁽²²⁾ Secondo la Section 165 (g) (2) (C) solo gli strumenti di debito emessi da *corporations* o da entità governative possono essere riconosciute come titoli senza valore.

diata unicamente la parte di interessi ricevuti che non eccedono l'*assumed yield* dell'emittente. Alla scadenza della *note*, se non si è verificato alcun *credit event* e l'intero valore nominale è stato ripagato, l'ammontare degli interessi ricevuti e non ancora tassati viene trattato come addizionale reddito da interessi (spesa nel caso dell'emittente). La ratio economica che sta alla base di questo trattamento è quella di compensare l'investitore per il rischio di credito che si è assunto non includendo nel reddito tassabile una parte degli interessi ricevuti fino alla scadenza della *note*.

Nel caso in cui si verificasse un *credit event* e venisse ripagato all'investitore meno del valore nominale delle *notes*, la perdita verrebbe considerata ordinaria fino all'ammontare degli interessi precedentemente inclusi nel reddito. La parte eccedente sarebbe una *capital loss*.

8.3. Il trattamento fiscale dei credit derivatives in Italia

La legislazione fiscale italiana non contiene norme che riguardano specificamente i *credit derivatives* e pertanto si fa riferimento alle norme che disciplinano i derivati tradizionali. Nel seguito faremo riferimento alla disciplina fiscale delle persone giuridiche, in particolare all'art. 103-bis del TUIR che disciplina il concorso delle operazioni « fuori bilancio » alla formazione del reddito degli enti creditizi e finanziari e all'art. 71 del TUIR che disciplina la svalutazione dei crediti e gli accantonamenti per rischi e crediti. Il quadro normativo per gli enti creditizi e finanziari è valido anche per le imprese non finanziarie. L'articolo 103-bis del TUIR cerca di adeguare la disciplina fiscale alla normativa civilistica per il rinvio al D.Lgs. 87/92, per la sostanziale coincidenza delle definizioni adottate e per il riferimento ai criteri di valutazione civilistici. I risultati delle operazioni « fuori bilancio » concorrono alla formazione del reddito d'impresa.

Ai fini del trattamento fiscale dei derivati, quindi anche dei *credit derivatives*, assume rilevanza la finalità di negoziazione oppure di copertura del contratto derivato e in questo caso bisogna distinguere se il contratto derivato sia o meno un'immobilizzazione. Nel primo caso si distingue la copertura specifica

dalla copertura generica e nel secondo i contratti monoflusso (*futures*, opzioni) dai contratti pluriflusso (*swaps*).

Le *credit-linked notes* non sono operazioni « fuori bilancio » e quindi non sono soggette a queste regole fiscali.

Di seguito analizzeremo il trattamento fiscale di *TROR swap* e *credit default swap*.

Total rate of return swap

Ai fini fiscali assumono rilevanza la finalità dell'operazione (copertura o negoziazione) e il meccanismo attraverso cui avvengono i pagamenti relativi alle variazioni di valore dell'attività sottostante (regolamento periodico o regolamento alla scadenza del contratto). Si ipotizza che attività sottostante e attività di riferimento siano entrambe un titolo obbligazionario e che il prezzo iniziale sia quello alla pari.

Inoltre l'obbligazione è a tasso fisso e l'altra gamba dell'operazione è costituita da un tasso variabile. Ipotizzando che i pagamenti avvengano alla stessa data e che quindi sia vi sia un solo pagamento di compensazione, le parti possono iscrivere l'utile o la perdita in un conto transitorio denominato « differenziali positivi (negativi) su *TROR swap* ». Prima di essere iscritti in conto economico l'utile o la perdita sono trasferiti nel conto « interessi attivi (passivi) » per i *TROR swap* di copertura o alternativamente alla voce « profitti (perdite) da operazioni finanziarie » per i *TROR swap* di negoziazione.

In questo modo i pagamenti differenziali verranno tassati nell'esercizio in cui sono stati realizzati. Se le date dei pagamenti non coincidono con la chiusura dell'anno fiscale è necessario, in base al principio di competenza, trasferire all'esercizio in chiusura le quote di differenziali in corso di maturazione con i ratei attivi o passivi.

Distinguiamo i *TROR swap* in base alla finalità dell'operazione ed alla soluzione scelta per il regolamento dei *change in value payments*.

1. *TROR swap di negoziazione*

Nel caso in cui i pagamenti legati alle variazioni di valore dell'attività sottostante siano effettuati periodicamente, essi vanno iscritti in bilancio nell'esercizio in cui sono ricevuti o effettuati come profitti o perdite da operazioni finanziarie. Se le

date di questi pagamenti coincidono con quelle dei pagamenti dei differenziali sugli interessi con conseguente *netting* delle posizioni appare lecito considerare il tutto come un unico pagamento e quindi effettuare una sola rilevazione.

Per quanto riguarda le valutazioni di fine esercizio, il *TROR swap* di negoziazione è un'operazione « fuori bilancio » con un valore mobiliare non immobilizzato e non quotato su mercati regolamentati. La sua valutazione va effettuata al minore tra costo d'acquisto e valore di mercato quindi eventuali plusvalenze da valutazione non vengono rilevate in bilancio mentre le minusvalenze devono essere iscritte nel conto economico dell'esercizio in cui sono state realizzate e possono quindi essere dedotte dalla base imponibile. Nel determinare il valore di mercato del *TROR swap* è importante notare che la sua dipendenza dal valore di mercato dell'attività sottostante è pressoché annullata dal carattere periodico dei pagamenti; infatti ciò equivale a stipulare ogni volta un nuovo contratto che ha come prezzo iniziale dell'attività il valore rilevato in occasione dell'ultimo pagamento.

Quando il pagamento della variazione di valore dell'attività è effettuato in un'unica soluzione alla fine del contatto è iscritto in bilancio nell'esercizio in cui è stato ricevuto o effettuato rispettivamente come profitto o perdita da operazione finanziaria.

Il criterio di valutazione è il minore tra costo e mercato coincidendo con il caso precedente ma il valore di mercato del *TROR swap* risente della variazione del valore dell'attività sottostante, giacché questa presuppone un pagamento futuro. Il risultato sembra essere la possibilità di posticipare la tassazione delle plusvalenze legate alle variazioni nel valore dell'attività sottostante.

2. *TROR swap di copertura*

In questo caso è necessario distinguere le poste immobilizzate dalle poste disponibili e pagamenti periodici dal pagamento finale per cui abbiamo sì hanno quattro possibilità.

In primo luogo apertura di poste immobilizzate con *change in value payment* periodico. I pagamenti relativi alle variazioni di valore dell'attività sottostante vanno iscritti in bilancio nell'esercizio in cui sono effettuati o ricevuti alla voce « interessi ».

Anche in questo caso dovrebbe essere possibile compensare questi pagamenti con quelli legati ai differenziali su interessi. La valutazione delle poste immobilizzate avviene al costo d'acquisto, con la facoltà di svalutazione in base all'andamento di mercato e l'obbligo di svalutazione in caso di deterioramento duraturo della solvibilità ovvero della capacità di rimborso dell'emittente. Sembra essere più opportuno svalutare sempre l'attività sottostante in quanto in questo modo si riesce a compensare il pagamento già ricevuto. Se la data di regolamento non coincide con quella di chiusura dell'esercizio, le variazioni nel valore dell'attività successive alla data dell'ultimo pagamento non vanno imputate a conto economico.

In secondo luogo si ha copertura di poste immobilizzate con *change in value payment* finale. Il pagamento relativo alla variazione di valore dell'attività sottostante va iscritto in bilancio nell'esercizio in cui viene effettuato o ricevuto, sebbene non sia chiaro se alla voce « interessi » o alla voce « proventi (perdite) da operazioni finanziarie ».

Riguardo alle valutazioni di fine esercizio, trova applicazione il principio di coerenza valutativa perciò non sono iscritte in bilancio né le variazioni del valore dell'attività sottostante né quelle del valore del *TROR swap*, coerentemente con la valutazione al costo dei titoli coperti.

In terzo luogo, si ha la copertura di poste non immobilizzate con *change in value payments* periodici. I pagamenti delle variazioni di valore dell'attività sottostante sono iscritti in bilancio nell'esercizio in cui si sono verificati sotto la voce « interessi ».

Riguardo alle valutazioni di fine esercizio, si distinguono i titoli quotati, che possono essere valutati alternativamente al criterio del minore fra costo e mercato (*locom*) oppure al valore di mercato, dai titoli non quotati, che vanno valutati al costo d'acquisto con obbligo di svalutazione in base all'andamento del mercato od al valore presumibile di realizzo. I pagamenti periodici delle variazioni di valore dell'attività sottostante influiscono direttamente sul valore del *TROR swap*. Infatti un aumento di valore dell'attività sottostante comporta una diminuzione del valore del *TROR swap* per l'acquirente di protezione che dovrà pagare una somma identica alla controparte. Al momento del pagamento, il valore del *TROR swap*

risale e, se non ci sono stati mutamenti nei tassi d'interesse, ritorna al livello iniziale. Di conseguenza, viene meno la necessità del ricorso al principio di coerenza, in quanto le eventuali plusvalenze sugli strumenti di copertura si sarebbero già trasformate in componenti di reddito ordinarie e quindi sottoposte a tassazione.

Infine si ha copertura di titoli non immobilizzati con *change in value payment* finale.

Il trattamento dei pagamenti differenziali sugli interessi è analogo a quello del secondo caso. Riguardo alla valutazione di fine esercizio, è necessario valutare coerentemente attività e copertura, al fine di superare l'asimmetria valutativa insita nel criterio del minore tra costo e mercato.

Ipotizziamo, infatti, che l'attività sottostante diminuisca di valore con correlata plusvalenza sul *TROR swap* di copertura. Considerando le due attività separatamente iscriverebbero in bilancio la minusvalenza ma non la plusvalenza. Siccome le operazioni sono collegate bisogna invece procedere alla valutazione della posizione complessiva, tenendo quindi conto anche della plusvalenza, che non va comunque inserita in bilancio per la quota eventualmente eccedente la minusvalenza.

Credit default swaps

Ipotizziamo che l'attività sottostante e di riferimento del contratto coincidano e siano rappresentate da un titolo obbligazionario emesso da una società per azioni di diritto italiano. Ai fini del trattamento fiscale assume rilievo la finalità di negoziazione o di copertura del contratto.

Per quanto riguarda il trattamento dei premi pagati per garantirsi la protezione, ci sono tre opzioni:

- a) Tassazione (deduzione) integrale nell'esercizio in cui i premi sono incassati (pagati);
- b) Capitalizzazione dei premi e loro successivo ammortamento per quote costanti durante la vita del contratto;
- c) Ripartizione fra gli esercizi di vita del contratto tramite risconti attivi/passivi.

Sulla scelta dell'opzione influisce il modo in cui il pagamento è effettuato. In caso di pagamento in somma unica si può optare per l'alternativa b) o c) mentre l'opzione a) è in con-

trasto con il principio di competenza. In caso di pagamenti periodici la soluzione che appare essere più indicata è un misto fra a) e c) ed assomiglia alla imputazione a bilancio dei differenziali su *interest rate swap*. Il premio periodico è interpretato come un differenziale e imputato a conto economico nell'esercizio in cui si verifica il pagamento. Se le date di pagamento non coincidono con la chiusura dell'esercizio si procede all'iscrizione di risconti. La scelta voce di bilancio cui iscrivere le somme dipende dalla finalità dell'operazione e sarà alternativamente « interessi passivi ed oneri assimilati » per operazioni di copertura o « proventi (perdite) da operazioni finanziarie per operazioni di negoziazione.

Riguardo al trattamento del pagamento contingente quando si verifichi un *credit event* devono essere considerati la modalità di regolamento e la natura dell'operazione. In caso di *physical settlement* possiamo ricondurci ad una compravendita di titoli obbligazionari, con conseguente tassazione (deduzione) dell'eventuale guadagno o perdita in conto capitale. Nel caso di *cash settlement* occorre distinguere in base alla finalità dell'operazione. Se l'operazione è intrapresa a scopi di negoziazione, la somma ricevuta (pagata) viene tassata (dedotta) nell'esercizio in cui il pagamento è avvenuto, come provento (perdita) da operazione finanziaria. Per un'operazione a scopo di copertura, si potrebbe svalutare l'attività sottostante ed inserire il pagamento ricevuto integralmente nel bilancio dell'esercizio in cui ciò si è verificato. In pratica l'impatto sul bilancio sarebbe nullo perché le due poste si compenserebbero. In caso di *binary settlement*, ossia di pagamento di una somma fissa predeterminata alla stipulazione del contratto, verrà tassata (se positiva) o dedotta (se negativa) la differenza fra il pagamento ricevuto e la perdita di valore dell'attività. Una soluzione alternativa potrebbe essere quella di accreditare il pagamento come « interessi » lungo la vita residua dell'attività, dopo averla svalutata.

L'effetto del *credit default swap* sul bilancio d'esercizio dipende dalla finalità dell'operazione. Un *credit default swap* intrapreso a scopo di negoziazione è un'operazione « fuori bilancio » costituita da valori immobiliari non immobilizzati e non quotati su mercati regolamentati. Di conseguenza la loro valutazione avviene al minore tra costo d'acquisto e valore di mer-

cato (criterio cosiddetto *locom*). Pertanto non vengono iscritte in bilancio le eventuali plusvalenze da valutazione e possono essere dedotte le minusvalenze. La copertura assicurata da un *credit default swap* è per il rischio di credito e non di mercato. Nonostante queste considerazioni, si ritiene che il trattamento fiscale possa essere assimilato a quello dei derivati tradizionali che coprono dal rischio di mercato.

Distinguiamo i titoli immobilizzati dai titoli disponibili. La valutazione dei titoli immobilizzati avviene al costo. Siccome non vengono iscritte eventuali minusvalenze, per il principio di coerenza valutativa, non vanno iscritte le plusvalenze sui *credit default swap* corrispondenti. Inoltre, l'esistenza di un *credit default swap* stipulato a fini di copertura di un'attività immobilizzata dovrebbe fare cadere l'obbligo di svalutazione della stessa in caso di deterioramento duraturo della solvibilità o capacità di rimborso, in quanto sarà il *protection seller* ad effettuare il pagamento se l'emittente del titolo non dovesse adempiere l'obbligazione.

La valutazione dei titoli disponibili avviene al costo d'acquisto, con l'obbligo di svalutazione in base all'andamento del mercato ed al valore presumibile di realizzo. In questo caso il criterio *locom* va applicato alle due posizioni (titolo e *credit default swap*) congiuntamente. Infatti, se il valore dell'attività sottostante diminuisce per ragioni legate alla solvibilità dell'emittente dovrebbe aumentare il valore della copertura. Quindi se il prezzo dell'attività diminuisce più dell'aumento di valore del *credit default swap* si deduce dall'imponibile solo la differenza tra il minor valore dell'attività ed il maggior valore del *credit default swap*. Se invece il prezzo dell'attività diminuisce meno dell'aumento di valore del *credit default swap* non c'è alcun effetto sul bilancio in quanto la plusvalenza non è iscritta per la parte eccedente la minusvalenza.

TABELLE RIASSUNTIVE

Tabella 1 - Tassazione dei contratti future in capo alle persone fisiche.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Esistenza di una legislazione specifica	SI	SI	NO	NO	NO	SI ⁽¹⁾	SI
Trattamento fiscale influenzato dalla natura della attività sottostante	NO ⁽²⁾	SI ⁽³⁾	SI	SI	NO	NO	SI
Distinzione tra investimento diretto e indiretto	NO	SI		SI	SI		SI
Rilevanza dello scopo della transazione	NO	NO	SI ⁽⁴⁾	NO	SI	SI	SI
Classificazione dei proventi e delle perdite	Redditi Ordinari	« Capital Gains/Redditi Ordinari »	Redditi Speculativi ⁽⁵⁾	Redditi Diversi	« Redditi Speculativi/Redditi Ordinari »	Operazioni commerciali ⁽⁶⁾	Ordinari/Capital gains
Momento in cui i proventi divengono rilevanti ai fini fiscali	Mark to market	Realizzazione	Realizzazione	Maturazione / Realizzazione ⁽⁷⁾	Maturazione		Mark to market ⁽⁸⁾
Distinzione tra contratti standardizzati e non standardizzati	NO	SI	NO		NO	SI	SI
Trattamento fiscale per i non residenti	Vigono le norme generali	Esenzione per le transazioni occasionali; i proventi delle transazioni abituali rientrano nei redditi commerciali	ESENTI	ESENTI	ESENTI		

Segue: Tabella 1.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Deducibilità dei costi di commissione	SI			SI		SI	SI
Possibilità di compensare proventi/perdite derivanti da altre categorie di reddito	SI			SI ⁽⁹⁾			Non sempre
Minusvalenze	Deducibili ⁽¹⁰⁾	Deducibili ⁽¹¹⁾		Deducibili			Deducibili ⁽¹²⁾
Base imponibile	Differenziali	Differenziali	Differenziali	Differenziali			Differenziali
Aliquota d'imposta	Investitori operanti in campo finanziario: 62%; Altri: 58%	Capital Gains: 20,9%; Altri redditi: 10,52% - 54%	25% - 53%	12,5%	0% - 25%	20% - 40%	

Note:

- (1) Per i soli contratti standardizzati.
 (2) Ad eccezione dell'applicazione della regola di Source Limitation, che è fortemente influenzata dalla natura dell'attività sottostante.
 (3) Per soli contratti OTC.
 (4) Rilevante ai fini della determinazione della « consegnabilità » del sottostante.
 (5) Nel caso di consegna del sottostante.
 (6) Per i soli contratti standardizzati.
 (7) Risparmio gestito: maturazione: Risparmio amministrato: realizzazione; Dichiarazione analitica: realizzazione.
 (8) In casi particolari: applicazione delle Matching Rules e delle Straddle Rules.
 (9) Per risparmio gestito.
 (10) Entro i limiti concessi dalla regola di Source Limitation.
 (11) Fino a concorrenza delle plusvalenze dell'anno e dei 5 successivi.
 (12) Con alcune restrizioni date dalle Straddle Rules e dalla Matching Rules.

Tabella 2 - Tassazione dei contratti di opzione in capo alle persone fisiche.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Esistenza di una legislazione specifica	SI	SI	NO	NO	NO	SI ⁽¹⁾	SI
Trattamento fiscale influenzato dalla natura dell'attività sottostante	NO ⁽²⁾	SI ⁽³⁾	SI	SI	SI	NO	SI
Distinzione tra investimento diretto e indiretto	NO	SI		SI	NO		SI
Rilevanza dello scopo della transazione	NO	SI	SI	NO	NO	SI	SI
Classificazione dei proventi e delle perdite	Redditi Ordinari	Capital Gains/Redditi Ordinari	Redditi Speculativi ⁽⁴⁾	Redditi Diversi	Capital gains ⁽⁵⁾	Operazioni commerciali ⁽⁶⁾	Ordinari/Capital gains
Momento in cui i proventi divengono rilevanti ai fini fiscali	Mark to market	Realizzazione	Realizzazione	Maturazione / Realizzazione ⁽⁷⁾			Mark to market ⁽⁸⁾
Distinzione tra contratti standardizzati e non standardizzati	NO	SI	SI		NO	SI	SI
Trattamento fiscale per i non residenti	Vigono le norme generali	Esenzione per le transazioni occasionali; i proventi delle transazioni abituali rientrano nei redditi commerciali	Esenzi ⁽⁹⁾	Esenzi	Esenzi		

Segue: Tabella 2.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Base imponibile	Differenziali	Premio sommato ai differenziali		Differenziali	Premio sommato ai differenziali		Differenziali
Aliquota d'imposta	Investitori operanti in campo finanziario: 62%; Altri: 58%	Capital Gains: 20,9%; Altri redditi: 10,52% - 54%	25% - 53%	0,125	0% - 25%	20% - 40%	
Rilevanza del premio ai fini fiscali		SI	SI	SI		SI	SI
Minusvalenze	Deducibili ⁽¹⁰⁾	Deducibili ⁽¹¹⁾		Deducibili			Deducibili ⁽¹²⁾

Note:

- (1) Per i soli contratti standardizzati.
- (2) Ad eccezione dell'applicazione della regola di Source Limitation, che è fortemente influenzata dalla natura dell'attività sottostante.
- (3) Per soli contratti OTC.
- (4) Nel caso di consegna del sottostante.
- (5) Contratti d'opzione su partecipazioni qualificate.
- (6) Per i soli contratti standardizzati.
- (7) Risparmio gestito: maturazione; Risparmio amministrato: realizzazione; Dichiarazione analitica: realizzazione.
- (8) In casi particolari: applicazione delle Matching Rules e delle Straddle Rules.
- (9) A meno che l'attività sottostante non rappresenti partecipazioni qualificate.
- (10) Entro i limiti concessi dalla regola di Source Limitation.
- (11) Fino a concorrenza delle plusvalenze dell'anno e dei 5 successivi.
- (12) Con alcune restrizioni date dalle Straddle Rules e dalla Matching Rules.

Tabella 3 . Tassazione dei contratti future in capo alle persone giuridiche.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Esistenza di una legislazione specifica	SI	SI	NO	NO	NO	SI ⁽¹⁾	SI
Trattamento fiscale basato sui principi fiscali generali	NO	SI ⁽²⁾	SI	SI	SI	SI ⁽³⁾	NO
Trattamento fiscale basato sui principi contabili	NO	NO	SI	SI	SI	NO	
Trattamento fiscale influenzato dalla natura dell'attività sottostante	NO ⁽⁴⁾	NO		SI		SI ⁽⁵⁾	SI
Rilevanza dello scopo del contratto	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Contabilizzazione dei proventi e delle perdite	Redditi Ordinari	Redditi Ordinari	Copertura: reddito d'impresa; Negoziazione: Other Assets and Liabilities	Copertura: Interessi ⁽⁶⁾ ; Negoziazione: Profitti e perdite da operazioni finanziarie	Attività fuori bilancio		Capital gains ⁽⁷⁾
Momento in cui i proventi vengono rilevanti ai fini fiscali	Mark to market	Mark to market ⁽⁸⁾	Copertura: Matching Rules; Negoziazione: realizzazione.	Regole differenziate a seconda dello scopo del contratto	Copertura: Matching Rules; Negoziazione: Sound Business Practice	Maturazione	Mark to market ⁽⁹⁾
Distinzione tra contratti standardizzati e non standardizzati	NO	SI				SI	SI

Segue: Tabella 3.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Base imponibile	Differenziali	Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio		
Aliquota d'imposta	34%	36,6 - 41,6%	30%-45%	37%			
Procedure di valutazione		Matching Rules e Straddle Rules per i contratti standardizzati	Copertura: attività coperta e attività di copertura sono considerati come un'unica transazione; Negoziazione: sono considerate come "incomplete", solo le perdite possono essere anticipate	Copertura: criterio utilizzato per l'attività coperta; Negoziazione: minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato	Dipendono dallo scopo del contratto.		

Note:

(1) Per contratti derivati su valute estere o su tassi d'interesse e per persone giuridiche soggette all'imposta societaria, con esclusione dei Fondi Comuni d'Investimento a Capitale Variabile.

(2) Per contratti OTC.

(3) Per contratti e soggetti diversi da quelli indicati nella nota 1.

(4) Ad eccezione dell'applicazione della regola di Source Limitation, che è fortemente influenzata dalla natura dell'attività sottostante.

(5) Le disposizioni specifiche introdotte nel 1993 si applicano solo ai contratti che hanno come attività sottostante valute estere o tassi di interesse.

(6) Se i contratti coprono delle immobilizzazioni e sono ancora aperti alla chiusura dell'esercizio i differenziali vanno imputati alla voce « Ripresa (o rettifica) di valore ». Se i contratti coprono dei titoli non-immobilizzati e l'attività sottostante ha una durata inferiore ad un anno i differenziali vanno imputati alla voce « Profitti e perdite da operazioni finanziarie ».

(7) Redditi ordinari se l'attività sottostante è denominata in valuta estera.

(8) I contratti OTC vanno valutati secondo Sound Business Practice.

(9) In casi particolari: applicazione delle Matching Rules e delle Straddle Rules.

Tabella 4 - Tassazione dei contratti d'opzione in capo alle persone giuridiche.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Esistenza di una legislazione specifica	SI	SI	NO	NO	NO	SI ⁽¹⁾	SI
Trattamento fiscale basato sui principi fiscali generali	NO	SI ⁽²⁾	SI	SI	SI	SI ⁽³⁾	NO
Trattamento fiscale basato sui principi contabili	NO	NO		SI	SI	SI	
Trattamento fiscale influenzato dalla natura dell'attività sottostante	NO ⁽⁴⁾	NO	SI	SI		SI ⁽⁵⁾	SI
Rilevanza dello scopo del contratto	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Contabilizzazione dei proventi e delle perdite	Redditi Ordinari	Redditi Ordinari	Copertura: reddito d'impresa; Negoziazione: Other Assets and Liabilities	Copertura: Interessi ⁽⁶⁾ ; Negoziazione: Profitti e perdite da operazioni finanziarie	Attività fuori bilancio		Capital gains ⁽⁷⁾
Momento in cui i proventi vengono rilevanti ai fini fiscali	Mark to market	Mark to market ⁽⁸⁾	Copertura: Matching Rules; Negoziazione: realizzazione.	Regole differenziate a seconda dello scopo del contratto	Copertura: Matching Rules; Negoziazione: Sound Business Practice	Maturazione	Mark to market ⁽⁹⁾
Distinzione tra contratti standardizzati e non standardizzati Base imponibile	NO	SI Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio	Risultato della valutazione di fine esercizio	SI	SI

Segue: Tabella 4.

	DK	F	D	I	NL	UK	US
Aliquota d'imposta	34%	36,6 - 41,6%	30%-45%	37%			
Procedure di valutazione		Matching Rules e Straddle Rules per i contratti standardizzati	Copertura: attività coperta e attività di copertura sono considerati come un'unica transazione; Negoziazione: sono considerate come « incomplete », solo le perdite possono essere anticipate	Copertura: criterio utilizzato per l'attività coperta; Negoziazione: minore tra il costo d'acquisto ed il valore di mercato	Dipendono dallo scopo del contratto.		

Note:

(¹) Per contratti derivati su valute estere o su tassi d'interesse e per persone giuridiche soggette all'imposta societaria, con esclusione dei Fondi Comuni d'Investimento a Capitale Variabile.

(²) Per contratti OTC.

(³) Per contratti e soggetti diversi da quelli indicati nella nota 1.

(⁴) Ad eccezione dell'applicazione della regola di Source Limitation, che è fortemente influenzata dalla natura dell'attività sottostante.

(⁵) Le disposizioni specifiche introdotte nel 1993 si applicano solo ai contratti che hanno come attività sottostante valute estere o tassi di interesse.

(⁶) Se i contratti coprono delle immobilizzazioni e sono ancora aperti alla chiusura dell'esercizio i differenziali vanno imputati alla voce « Ripresa (o rettifica) di valore ». Se i contratti coprono dei titoli non-immobilizzati e l'attività sottostante ha una durata inferiore ad un anno i differenziali vanno imputati alla voce « Profitti e perdite da operazioni finanziarie ».

(⁷) Redditi ordinari se l'attività sottostante è denominata in valuta estera.

(⁸) I contratti OTC vanno valutati secondo Sound Business Practice.

(⁹) In casi particolari: applicazione delle Matching Rules e delle Straddle Rules.