

## **NUEVOS GRAVÁMENES AL SECTOR FINANCIERO**

### **RESUMEN EJECUTIVO**

*Victor Mendoza Díaz-Aguado – Socio*

*Juan Manuel Moral Calvo – Socio*

*Verónica Romero Moral – Asociado senior*

*Financial Services Tax*

*KPMG Abogados*

El presente documento refleja el resultado de un proyecto promovido dentro de sus objetivos estatutarios por la Fundación Impuestos y Competitividad, que ostenta en exclusiva los derechos legales para su difusión. No obstante la autoría del mismo corresponde a las personas o entidades arriba mencionadas, a las que resulten imputables en exclusiva las opiniones o juicios de valor que el documento incorpora.

Al objeto de promover el conocimiento y la divulgación del reciente desarrollo normativo llevado a cabo tanto a nivel internacional como en el ámbito de la Unión Europea en materia de fiscalidad sobre el sector financiero, el estudio realiza un breve recorrido desde los planteamientos iniciales llevados a cabo por el G-20 hasta la Propuesta de Directiva del Consejo relativa a un sistema común del Impuesto sobre las Transacciones Financieras (Propuesta de Directiva), citando los instrumentos fiscales que han sido ya implantados con carácter unilateral en distintas jurisdicciones y que abarcan desde los gravámenes a los activos de la banca o “*Bank levies*” hasta los Impuestos sobre la Actividad Financiera y los Impuestos sobre las Transacciones Financieras (ITF), haciendo una reflexión sobre estas medidas en el contexto español. El estudio analiza, asimismo, los aspectos jurídico-fiscales de la Propuesta de Directiva, y se realiza una evaluación crítica de los impactos que puede comportar su implantación. Por último, se comentan las conclusiones del análisis de efectos económicos realizado por el catedrático de la UNED D. Jose María Labeaga sobre el mercado de renta variable español, el cual ha sido promovido por la Fundación Impuestos y Competitividad como complemento a este estudio.

### **Antecedentes**

La actual crisis económica en la que se encuentra inmerso el sistema financiero ha puesto de manifiesto la existencia de una serie de deficiencias e incentivos inadecuados en el sector que han hecho resurgir los debates políticos sobre la necesidad de llevar a cabo una reforma de los mercados financieros en la que se revisen no solo los aspectos regulatorios y de supervisión de los mismos, sino en la que también se contemple la adopción de nuevas medidas tributarias sobre el sector.

### **Primeras aproximaciones del Fondo Monetario Internacional**

El Fondo Monetario Internacional (FMI), tras una petición formulada por el G-20 en la cumbre mantenida en septiembre de 2009, ha sido uno de los primeros organismos en analizar en mayor profundidad las alternativas de reforma del sector financiero. A tal efecto, realizó un informe en el que se planteaban las distintas medidas que algunos países

habían empezado a implantar para la restitución de las ayudas públicas recibidas por parte del sistema financiero así como otras medidas adicionales que, a juicio de esta institución, garantizarían que los contribuyentes no volvieran a soportar el coste de reparación del sistema bancario y desincentivasen, al mismo tiempo, la realización de actividades de asunción excesiva de riesgo.

Entre las medidas que se estaban planteando en algunos países, el FMI consideró el “*Financial Crisis Responsibility*” propuesto por el Gobierno de Estados Unidos para someter a una tributación del 0,15% a las entidades financieras con más de 50.000 millones de dólares en activos, ponderando los mismos en función de su riesgo. Asimismo, también analizó los instrumentos impulsados por Reino Unido y Francia para gravar temporalmente las primas satisfechas a los directivos de bancos y entidades financieras que superasen un umbral determinado. A juicio de esta institución, ninguna de las medidas estudiadas se adaptaba por completo al objetivo de restitución de las cantidades públicas destinadas a rescatar al sistema financiero. Para el FMI, la medida que mejor contribuiría a la consecución del objetivo planteado sería la creación de un gravamen retroactivo aplicable sobre determinados elementos del balance de las instituciones financieras a la fecha de publicación de su implantación, evitando así posibles arbitrajes.

Adicionalmente, como medida tendente a evitar que los contribuyentes volvieran a soportar el coste de las ayudas al sector, el FMI analizó la creación de una contribución llamada “*Financial Stability Contribution*” cuyos recursos se destinarían a la creación de unos fondos para intervenir instituciones financieras en problemas. Estos fondos, que estarían dotados de los mecanismos legales adecuados, garantizarían la actuación temprana de una autoridad pública para tratar de estabilizar cualquier institución financiera debilitada, limitando su pérdida de valor y procediendo a su desmantelamiento rápido y ordenado, en su caso, evitando así recapitalizaciones generalizadas tendentes a mantener entidades financieras no viables.

Por último, el FMI consideró también otra serie de medidas impositivas que podrían contribuir al incremento de la recaudación proveniente del sector financiero tales como el Impuesto sobre las Transacciones Financieras (ITF), que recaería sobre todas las transacciones financieras llevadas a cabo en mercados organizados, o el Impuesto sobre la Actividad Financiera, que en su versión amplia sería asimilable a un IVA sintético y en su versión más reducida únicamente sometería a tributación el beneficio y remuneraciones de las entidades financieras que excedan de una determinada tasa de rendimiento.

Las conclusiones extraídas por el FMI de su análisis sugerían que el coste directo de las ayudas al sector financiero, en su opinión, deberían limitarse y cubrirse mediante un instrumento similar a la “*Financial Stability Contribution*” y que cualquier medida impositiva adicional que se desee instaurar para recaudar mayores ingresos del sector debería hacerse mediante la creación de un Impuesto sobre la Actividad Financiera en su versión amplia pues, a su juicio, el ITF no incidiría sobre el tamaño alcanzado por las instituciones financieras - considerado como un elemento clave de la inestabilidad del sector - y sería muy fácilmente trasladable al consumidor final vía coste, con lo que no contribuiría a la consecución de los objetivos planteados por el G-20.

El informe del FMI fue debatido por el G-20 en Toronto en junio de 2010 y los dirigentes políticos de los países allí representados no consiguieron alcanzar un acuerdo sobre las medidas más adecuadas a implantar. Mientras unos apoyaban las sugerencias del FMI, otros consideraban más oportunos otros instrumentos como el ITF por lo que, a la vista de las discrepancias surgidas entre los países y la imposibilidad de llegar a un consenso a nivel mundial, el asunto fue desplazado de este foro internacional, instándose a los gobiernos allí representados a que realizasen reformas financieras y a que instaurasen medidas de este tipo de manera individualizada.

### **Planteamiento Comunitario**

La Unión Europea, que ya había estado trabajando de forma paralela en estas ideas, tomo el relevo del G-20 y empezó a impulsarlas con mayor intensidad a nivel comunitario.

*Gravámenes sobre los activos de la banca (“Bank levies”)*

Por un lado se potenció el desarrollo de un marco para la gestión de la crisis bancaria mediante la elaboración de un conjunto armonizado de competencias y normas para prevenir las quiebras en el sector financiero. Mediante estas normas se pretendía facilitar la resolución ordenada de entidades inviables y se sugirió la creación de unos fondos ex-ante que llevaran a cabo esta labor cuya financiación proviniera de un tributo aplicado al sector.

En la actualidad, aún no se ha concretado un planteamiento armonizado en esta línea y ante esta situación no han sido pocos los países europeos que han impulsado sus propias medidas para recaudar fondos destinados a cubrir los costes derivados de la crisis del sector. Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Corea, Eslovaquia, Eslovenia, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hungría, Islandia, Portugal, Reino Unido, Rumania y Suecia han instaurado sus propios mecanismos los cuales, en base a su configuración, podríamos incluir en la categoría de gravámenes sobre los activos de la banca.

Si bien es cierto que la finalidad que persiguen estos gravámenes es muy similar en todas las jurisdicciones en términos generales, en la práctica existen algunas divergencias en cuanto a su diseño. La finalidad a la que se destinan los recursos recaudados, el tipo de institución financiera al que se aplica, su deducibilidad a efectos del Impuesto sobre Sociedades y el ámbito de aplicación territorial son algunos de los puntos claves en los que divergen las distintas medidas. Divergencias que pueden dar lugar a importantes problemas de doble imposición en los grupos financieros internacionales difícilmente subsanables al no resultar de aplicación los convenios internacionales de doble imposición.

En España, pese a no existir un gravamen de estas características, cabría plantearse si el impuesto sobre los depósitos de las entidades de crédito implantado en determinadas comunidades autónomas - Extremadura, Andalucía y Canarias- podría ser asimilable a un gravamen sobre los activos la banca. Pues bien, considerando la configuración del hecho imponible que establecen estos impuestos regionales, basada exclusivamente en la financiación bancaria mediante depósitos, a nuestro juicio, no es posible la asimilación de

éstos con los gravámenes sobre los activos de la banca existentes en otras jurisdicciones. En efecto, si bien estos gravámenes difieren sustancialmente en cuanto a la definición de su base imponible, un elemento común en todos ellos es la exclusión del impuesto de la financiación mediante depósitos bancarios.

Otro de los instrumentos existentes en España que podría asimilarse a los gravámenes sobre los activos de la banca regulados en otros países europeos sería el Fondo de Garantía de Depósitos, entendiendo que las contribuciones que las entidades deben realizar al mismo podrían considerarse como un “*Financial Stability Contribution*”. La existencia del mismo en el marco de los sistemas de garantías de depósito desde mediados de los años noventa, el reciente carácter otorgado al mismo por el Real Decreto-Ley 24/2012 así como el hecho de que la mayor parte de los países que han establecido “Bank levies” tengan adicionalmente un sistema de garantía de depósitos en su ordenamiento jurídico interno, debilitan, a nuestro juicio, esta tesis.

#### *Impuesto sobre las Transacciones Financieras e Impuesto sobre la Actividad Financiera*

Por otro lado, en una línea de actuación diferente de las medidas anteriores, a nivel europeo también se ha abordado la posibilidad de introducir gravámenes adicionales sobre el sector financiero con figuras similares a las analizadas por el FMI, esto es, el ITF y el Impuesto sobre la Actividad Financiera.

Los objetivos que la Comisión pretendía alcanzar con la implantación de estos instrumentos de tributación adicional sobre el sector no eran otros que tratar de complementar las medidas regulatorias destinadas a evitar crisis futuras a la vez que desincentivar la realización de determinadas transacciones financieras que, a su juicio, resultan improductivas e introducen un elevado riesgo sobre el sector. Asimismo, también se pretendía evitar la fragmentación del mercado interno dadas las crecientes medidas unilaterales que varios países habían comenzado a impulsar y asegurar unas condiciones de igualdad del sector financiero con otros sectores de actividad desde una perspectiva fiscal. Este último objetivo trae su causa en la percepción de infra-tributación a la que, a juicio de

la Comisión, está sometido el sector financiero como consecuencia de las exenciones que le son de aplicación en el IVA. A este respecto, la cuestión no es ni mucho menos pacífica y diversos estudios han concluido que si bien la exención de los servicios financieros en el IVA puede suponer un estímulo para la realización de esta actividad, como contrapartida estas entidades no pueden deducir la totalidad del IVA soportado, por lo que no puede demostrarse la existencia de infra-tributación.

Con estos objetivos, la Comisión abordó las ventajas e inconvenientes de cada una de estas dos medidas, considerando sus repercusiones sobre los costes de los servicios financieros, los flujos de capital y las inversiones, decantándose finalmente el Parlamento Europeo, en marzo de 2011 por la implantación de un ITF a nivel comunitario. Tras la realización de un proceso de consulta pública sobre la fiscalidad del sector, consultas específicas a los Estados miembros, expertos y operadores del sector, la Comisión Europea presentó al Consejo Europeo en septiembre de 2011 una propuesta de Directiva sobre el Impuesto sobre las Transacciones Financieras.

### **La Propuesta de Directiva sobre un Impuesto sobre las Transacciones Financieras**

Durante finales de 2011 y principios de 2012, el asunto ha sido objeto de intenso debate en multitud de foros y reuniones políticas. Asimismo, los Estados se han ido pronunciando respecto a la medida y han ido perfilando su posicionamiento. Como era de esperar, Reino Unido, dado el volumen de operaciones que registra como centro financiero europeo fue uno de los primeros en posicionarse en contra de la medida, llegando a manifestar expresamente su veto, pero también otros países como Suecia, Chipre, Bulgaria o Malta secundaron esta postura declarándose contrarios a la medida. Al mismo tiempo, durante este periodo se fueron sucediendo los pasos procedimentales precisos para su aprobación y, en mayo de 2012, el Parlamento Europeo emitió una resolución en la que reclamaba mejoras en el diseño y proponiendo como enmienda, entre otros, la cumplimentación del principio de residencia de la Propuesta con el principio de emisión y la exención de los fondos de pensiones en el ITF.

En el segundo semestre de 2012, se puso de manifiesto la imposibilidad de seguir adelante con esta medida mediante una Directiva comunitaria ya que, con la oposición manifiesta de los países anteriormente citados, la unanimidad de los 27 Estados miembros requerida para su aprobación se prometía inalcanzable.

Por ello, la implantación de la medida ha derivado por un cauce alternativo establecido en los Tratados de la Unión Europea por el cual no sería necesaria dicha unanimidad, el procedimiento de cooperación reforzada. Para el desarrollo de una determinada medida por este procedimiento es preciso, entre otros requisitos, contar con el respaldo de al menos nueve de los países de la Unión. Este apoyo ha sido alcanzado ya que a Alemania y Francia, principales promotores de la medida, se han unido otros países como Austria, Bélgica, Eslovenia, Eslovaquia, España, Estonia, Grecia, Italia y Portugal, remitiendo la correspondiente carta de adhesión a la Comisión. Tras contar con el apoyo mínimo necesario y proceder a verificar el cumplimiento de los demás requisitos el Consejo Europeo aprobó, en octubre de 2012, su propuesta de decisión mediante la que autoriza a los países interesados a seguir adelante con la medida mediante el procedimiento de cooperación reforzada. Esta propuesta de decisión ha sido ratificada por el Parlamento Europeo el 12 de diciembre de 2012, por lo que parece previsible que el procedimiento finalmente se apruebe a principios de 2013 por el Consejo ECOFIN.

El desarrollo del procedimiento de cooperación reforzada para la aprobación del ITF plantea alguna incertidumbre. La configuración del impuesto no debería ser sustancialmente diferente a la Propuesta de Directiva inicialmente aprobada por la Comisión pues, en otro caso, podrían producirse obstáculos en su tramitación. No obstante, la línea ya marcada por el ITF ya implantado unilateralmente por Francia (junto con Alemania, uno de los principales promotores de la medida) y el contenido de las iniciativas en algunos países como Italia y, tal vez, España parece vislumbrar el modelo de ITF que finalmente se apruebe en el ámbito europeo.



A estos efectos, el modelo de ITF francés es de ámbito más reducido que la Propuesta de Directiva y únicamente somete a tributación con un tipo del 0,2% la transmisión de acciones de entidades financieras francesas que excedan de un determinado valor de capitalización bursátil (en particular, 1.000 millones de euros) y con un 0,01% las operaciones de negociación de acciones de alta frecuencia y los derivados CDRs sobre bonos de deuda soberana de países de la Unión.

La Propuesta de Directiva de un ITF elaborada por la Comisión somete a una tributación del 0,1% (tipo mínimo) las compraventas y otras operaciones en las que se transfiera el riesgo asociado (repos, prestamos de valores, etc.), de un amplio rango de instrumentos financieros (acciones, bonos, notas, instrumentos del mercado monetario, participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, productos estructurados, etc) efectuadas en todo tipo de mercados (regulados y OTC), así como la celebración o modificación de contratos derivados, en este caso sujetos a un (tipo mínimo) 0,01%, y la cesión de instrumentos financieros entre entidades de un mismo grupo. La base sobre la que resulta de aplicación es el precio abonado entre las partes, a excepción de los derivados cuya base la constituye el importe nominal. El ITF definido en la Propuesta de Directiva únicamente resultará de aplicación cuando una de las partes de la transacción se encuentre establecida en un Estado miembro de la Unión Europea y, adicionalmente, intervenga, bien por cuenta propia o bien por cuenta ajena, una entidad financiera que de acuerdo con los criterios de establecimiento articulados en la Directiva, se encuentre establecida en la Unión Europea. De acuerdo con lo anterior, el principio sobre el que versa el ámbito de aplicación territorial del ITF es el de residencia. Esto es, en la medida en que una entidad financiera pueda ser considerada residente de acuerdo con los criterios establecidos en la Directiva, estará sometida al ITF, con independencia del lugar en el que se ejecute la operación. No obstante, se ha de destacar que la Propuesta de Directiva no se limita a regular criterios de establecimiento en sentido estricto, sino que va más allá regulando determinados supuestos de atracción de la residencia al territorio europeo de instituciones financieras no comunitarias, siempre que éstas operen con y/o para entidades europeas. Al

regular esta cláusula de cierre, así como la amplia definición de las transacciones e instrumentos financieros a los que aplica el impuesto, la Comisión ha pretendido minimizar los riesgos de que los agentes modifiquen sus actividades con la finalidad de eludir el ITF mediante la deslocalización de las operaciones y la sustitución de productos hacia otros no gravados. No obstante, para tratar de evitar la ultra-aplicación territorial del ITF, la Propuesta también incluye una cláusula de escape del ámbito de aplicación territorial del impuesto para las entidades financieras no comunitarias, de manera que siempre que puedan demostrar la desconexión entre la realidad económica de la transacción y el territorio del Estado miembro al que se le atraería la residencia, ésta no se encontrará establecida en el mismo a efectos del ITF en relación con esa transacción.

Por lo que respecta a la definición de entidad financiera a efectos del ITF, la Propuesta de Directiva hace uso, en la medida de lo posible, de las definiciones contenidas en la normativa regulatoria de ámbito comunitario y conviene resaltar, a estos efectos, la inclusión de los Fondos Pensiones. No obstante, la sujeción de los Fondos de Pensiones ha sido matizada por una enmienda introducida por el Parlamento Europeo – si bien, no tiene carácter vinculante-, en virtud de la cual los Fondos de Pensiones se encontrarían exentos del ITF hasta que tenga lugar una primera revisión de los impactos del impuesto tras su implantación.

Otro aspecto de relevancia - a diferencia del modelo unilateral francés - es que el ITF de la Propuesta de Directiva se encuentra definido de tal forma que las dos partes de la transacción se verían sometidas al mismo, es decir, se produciría un hecho imponible (y gravamen) por la parte del vendedor y otro por la parte del comprador.

Dado que el ITF debe satisfacerlo la entidad financiera, se establece un sistema de responsabilidad solidaria de las partes intervinientes en cada transacción, lo que supone un incentivo al cumplimiento voluntario por parte de las entidades financieras al imponer el riesgo comercial de derivación de responsabilidad hacia sus clientes si no hacen frente al pago del mismo en el plazo establecido.

La entrada en vigor de la medida estaba prevista, según la Propuesta de Directiva, para el 1 de enero de 2014. Si bien, dados los cauces que ha tomado el procedimiento, se desconoce ciertamente cual será finalmente la fecha prevista de su implantación.

### **Medidas unilaterales implantadas por algunos países.**

Entretanto, como ya se ha citado anteriormente, países como Francia han tomado la delantera en este asunto regulando su propio ITF de ámbito nacional. Portugal e Italia están desarrollando medidas unilaterales en la línea marcada por el ITF francés e incluso en España se ha barajado un borrador de propuesta de ITF nacional. Adicionalmente, hay otros países que ya con anterioridad al impulso de esta medida a nivel europeo, contaban con un Impuesto sobre las Transacciones Financieras, entendido éste como todo aquel impuesto cuyo alcance sea someter a tributación la negociación de instrumentos financieros como acciones, bonos y derivados, tal y como se establece en la Propuesta de Directiva aunque con un alcance más limitado. Tal es el caso de Bélgica, Chipre, Finlandia, Grecia, Irlanda, Polonia y Reino Unido.

El establecimiento de un ITF mediante el procedimiento de cooperación reforzada, implicará que aquellos países que cuenten con un impuesto nacional y se acojan al procedimiento, deberán abolir sus medidas internas pasando a adoptar la medida que finalmente se apruebe por el citado procedimiento.

Respecto al Impuesto sobre la Actividad Financiera, países como Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Reino Unido han implantado en algún momento un impuesto de esta naturaleza basado, en la mayoría de los casos, en un gravamen sobre las remuneraciones a partir de un determinado umbral. En relación con este impuesto, debemos señalar que su implantación ha sido ciertamente marginal y coyuntural por lo que no parece ser un instrumento de política fiscal lo suficientemente robusto y de contrastada fiabilidad para la consecución de los objetivos que se plantean.

### **Evaluación de la Propuesta de Directiva ITF**

Uno de los principales motivos que podrían encontrar los distintos Estados en la instauración del ITF de ámbito comunitario sería incrementar los recursos nacionales mediante la reducción de sus contribuciones al presupuesto de la Unión Europea, tal y como ha sugerido el Parlamento Europeo. Pues bien, en la medida en que el ITF no podrá ser aplicado finalmente al conjunto de la Unión sino únicamente a los Estados que decidan acogerse al procedimiento de cooperación reforzada, parece que el destino de la medida no podría ser este. No obstante, parece razonable asumir que, en cualquier caso, los fondos recaudados en cada país con el ITF comunitario incrementarán sus recursos nacionales.

Por el contrario, los motivos que desaconsejan su introducción no son despreciables. En primer lugar, uno de los motivos en contra de su implantación es que gran parte de los objetivos que se pretende alcanzar con la medida pueden ser cuestionados si se analizan los potenciales daños colaterales que pueden suponer para la economía europea general. Los objetivos que han servido de base para su desarrollo constituyen una lista larga y heterogénea que enmarca una suerte de panacea o instrumento para conseguir fines tan diversos como la eficiencia de los mercados, modular el comportamiento de los agentes, recaudar, estimular el crecimiento y el empleo e impulsar la lucha contra el cambio climático. A nuestro juicio, el establecimiento de una lista de objetivos tan ambiciosa y diversa puede contribuir al fracaso en la consecución de los objetivos y a cierta inconsistencia entre los mismos.

Con esta medida, lejos de conseguir imponer una carga adicional al sector financiero, se estaría trasladando su efecto al consumidor final a través de mayores costes de capital, menores retribuciones en la inversión o mayores comisiones en la ejecución de transacciones. Asimismo, se cuestiona que la eficacia de los mercados pueda verse mejorada con esta medida ya que la implantación de la misma no necesariamente llevará aparejada una reducción de las actividades de asunción excesiva de riesgo ni aquellas que supongan un alto nivel de apalancamiento. El ITF definido en la Propuesta de Directiva

parece estar diseñado para incidir de forma más severa sobre la actividad de alta frecuencia, a menudo entendida como fuente generadora de excesiva volatilidad, de burbujas de precios y, por tanto, desestabilizadora de los mercados. Pues bien, la medida en que la frecuencia de negociación está correlacionada con la introducción de riesgo sobre la estabilidad financiera no ha podido ser demostrada. Por el contrario, podría producir efectos perjudiciales al favorecer el uso de productos estructurados de gran complejidad y opacidad al objeto de esquivar el impuesto. En relación con este objetivo, conviene resaltar que los riesgos tradicionalmente asociados a los mercados financieros están siendo abordados mediante la implantación de medidas regulatorias, las cuales se adaptan mejor para su consecución.

Adicionalmente, pese a reconocer los esfuerzos en el diseño del ITF para evitar minimizar los efectos de la deslocalización y sustitución, los agentes tenderán a migrar sus operaciones hacia otros territorios no sujetos al impuesto o hacia otros productos no gravados. Podría constituir un ejemplo claro de sustitución la operativa en los mercados de intermediación bursátil en los que, por la propia mecánica en la que se opera, basada en un modelo de propiedad, podría producirse un “indeseado” efecto cascada en transacciones en las que existan un elevado número de intermediarios. Para evitar el efecto cascada, es previsible una evolución hacia un modelo en el que el agente intermediario no adquiera la titularidad de los valores objeto de la transacción.

También merece especial atención señalar el efecto negativo que la medida podría suponer sobre los fondos de pensiones y de inversión. En efecto, el ITF recaería en primer lugar sobre el partícipe al adquirir la participación pero adicionalmente también recaerá sobre el fondo por cada inversión que realice y por la cobertura de riesgos de sus inversiones. Por ello, se puede concluir que el ITF penaliza la gestión activa y prudente mediante la cobertura de los riesgos de mercado y la gestión a largo plazo vinculada a la previsión social, al implicar una reducción del nivel de actividad de estos vehículos, que buscarán minimizar el efecto negativo en la rentabilidad de los mismos por la aplicación del impuesto. El impacto negativo será correlativo para las empresas y gobiernos emisores en

los que típicamente materializan sus inversiones estos fondos. Las consecuencias se pueden ver potenciadas por la existencia de productos sustitutivos no gravados por el ITF (e.g fondos de inversión no domiciliados en la UE, depósitos bancarios o determinados seguros de ahorro).

Las restricciones en el acceso al crédito es otro de los efectos adversos que la medida podría suponer al verse el sector bancario abocado a un cambio en sus políticas de inversión, reduciendo la tenencia de valores más ilíquidos y manteniendo volúmenes de liquidez más elevados. Con este cambio en las políticas de inversión los bancos evitarían tener que recurrir a la suscripción de repos (que quedan gravados por el impuesto), provocando también una disminución de las posibilidades de financiación de empresas y gobiernos en los mercados de capitales.

Otro efecto de relevancia en la introducción del ITF podría ser la disminución de la rentabilidad de las empresas no financieras al encarecerse la cobertura de los riesgos relacionados con su actividad empresarial. A su vez, la aplicación del ITF a las operaciones intragrupo penalizará la centralización y gestión eficiente del riesgo en los grupos empresariales.

Pero sin duda, uno de los potenciales efectos adversos de la introducción del ITF que mayor relevancia podría suponer para la economía sería la reducción del PIB. La propia Comisión, en su análisis de impacto económico reconoce que la medida podría tener una repercusión negativa en el PIB de la Unión del 0,53%. Pues bien, los estudios independientes desarrollados por algunas consultoras (OXERA, entre otras), sugieren que los cálculos de la Comisión se basan en ciertas asunciones cuestionables o cuya probabilidad de ocurrencia es limitada, obviando, a su vez, algunos elementos de relevancia. En este sentido, de acuerdo con los citados estudios, una cifra de reducción del PIB a nivel europeo ajustada a escenarios más realistas quedaría en torno al 2,42%.

Esta reducción adicional en el PIB, implicaría consecuencias también negativas sobre el nivel de recaudación esperado. En este sentido, las estimaciones que la Comisión ha venido barajando sobre la recaudación deberían ser también ajustadas consecuentemente.

En el entorno español, suscita gran interés un reciente análisis promovido por la Fundación Impuestos y Competitividad para complementar este estudio y realizado por el catedrático de la UNED D. Jose María Labeaga sobre la incidencia del establecimiento de un ITF como el de la Propuesta de Directiva en el mercado de renta variable en España.. El análisis empírico refleja que la introducción del ITF tendría una incidencia negativa sobre los volúmenes de contratación pudiendo llegar a producir una reducción de los mismos de entorno a un 30%-50% en el largo plazo. Asimismo, señala que la introducción del ITF podría tener un impacto negativo en el PIB y en el nivel de actividad, lo cual está en línea con lo admitido por la propia Comisión en su análisis de impacto. El estudio econométrico determina que, considerando la reducción de los volúmenes de contratación pero sin considerar los efectos de segundo orden derivados de la caída del PIB y del empleo, la recaudación del ITF en España para el mercado de renta variable español se encontraría en un rango de entre 1.191 y 1.167 millones de euros. Estos importes, concluye el estudio, podrían no ser suficientes para compensar la pérdida de recaudación por otros impuestos como consecuencia de la disminución de actividad y empleo.

En definitiva, los impactos que el establecimiento de un ITF con un diseño similar al de la Propuesta de Directiva (en el mercado de renta variable en España) serían los que se resumen en el siguiente cuadro:

	Corto plazo	Largo plazo
Caída del volumen de negociación	3%-8%	30%-50%
Importe esperado de recaudación (M €)	1.191,09	1.167,26

Como conclusión, sobre la base de los estudios desarrollados a nivel europeo por varias consultoras independientes así como del estudio realizado en el mercado español

anteriormente citado, parece previsible que la medida, aun suponiendo a priori una fuente de ingresos adicional, podría resultar inadecuada por su incidencia negativa y por su ineficiencia económica, pues los costes podrían superar los beneficios derivados de su introducción. Consideramos, por ello, que sería recomendable por parte de la Administración española la realización de un estudio en profundidad sobre las repercusiones económicas en España que la introducción del ITF podría suponer, antes de adoptar alguna medida concreta en esta línea.

Diciembre 2012