

El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la tasa Tobin

Jordi Pey Nadal

Nota Técnica

Número 47
Junio 2020
B 21662-2012

El volumen anual de las transacciones financieras representaba en 2011 unas 70 veces el PIB mundial¹, principalmente debido al alza en la contratación de productos derivados. La reducción de los costes de transacción ha sido un factor determinante, estimulando la operativa a corto plazo. La implantación de un impuesto sobre las operaciones financieras ha sido pues un asunto ampliamente debatido, en especial a raíz de las ayudas mediante fondos públicos destinados al sector financiero en la pasada crisis global (2008-2013).

En esta nota revisaremos la trayectoria del Impuesto sobre transacciones financieras, ITF, desde su formulación, su intento de aplicación en la UE, el caso francés sobre el que se ha inspirado el proyecto español y, finalmente, una estimación de la recaudación y de los efectos en el caso de que se apruebe para España.

1. Introducción

Mucho se ha hablado ya, y se seguirá hablando, del impuesto sobre transacciones financieras, el cual suele asociarse a la conocida tasa que el economista James Tobin propuso en 1972². Pero como se verá, poca similitud guarda el impuesto que se proyecta aplicar en España con la citada tasa.

Efectivamente, en aras de promover la estabilidad económica y financiera, Tobin defendía el establecimiento de un impuesto para evitar la especulación a corto plazo en los mercados de divisas. Sin embargo, como veremos, el ITF previsto en España es una medida de efectos recaudatorios limitados, y que parece no responder a la idea original.

Pero empecemos desde el principio.

2. Referencias históricas

En 1972 el economista James Tobin inició una serie de conferencias³ en las que planteaba propuestas para amortiguar el impacto sobre las economías de las importantes fluctuaciones en los mercados de divisas producidas por la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods y el abandono del patrón oro.

Para frenar los movimientos especulativos, Tobin proponía un impuesto uniforme, -por ejemplo, del 1%-, a nivel internacional, sobre todas las conversiones de moneda.

A pesar del escaso eco inicial, en 1978⁴ Tobin profundiza y ajusta su idea, añadiendo que el tipo impositivo podría ser proporcional al importe de la transacción y que el impuesto reduciría la volatilidad. El ITF gravaría todas las compras de

instrumentos financieros denominados en otra moneda⁵ e incluso podría aplicarse sobre pagos realizados de una moneda a otra. La administración correspondería a cada gobierno sobre su jurisdicción y la recaudación iría a manos del FMI o del Banco Mundial.

Cabe mencionar que ya en 1936, en el contexto de la reciente Gran Depresión, Keynes había previsto la implantación de un impuesto sobre todas las transacciones que se realizaran en los mercados de valores, a los efectos de mitigar la especulación, y de esta forma canalizar el interés de los inversores hacia el largo plazo.

Keynes advertía que la mejora en la organización de los mercados contribuía al predominio de la especulación, llegando a afirmar que: «cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal»⁶.

Aunque por sus contextos históricos las propuestas de ambos economistas son coincidentes en su enfoque de limitar la especulación⁷, lo abordan de manera diferente: mientras que Keynes grava las operaciones en bolsa, Tobin se focaliza en las conversiones de moneda.

En 1989 Stiglitz⁸ desarrolla un ITF en la línea de Keynes. En particular propone un gravamen de entre el 0,5 % y el 1 % para desincentivar el corto plazo, defendiendo que esta medida no interferiría en las funciones de los mercados de valores, sino que ayudaría a que se realizaran de manera más eficiente, y disminuiría la volatilidad. Aunque Stiglitz no es partidario de impuestos para fines específicos, en este caso lo considera más adecuado que un impuesto sobre las ganancias, sin despreciar su función recaudatoria.

Stiglitz se ha mostrado considerablemente activo en la defensa del ITF especialmente desde la pasada crisis financiera global.

Numerosos economistas, como Spahn, entre otros, han desarrollado variantes y propuestas del ITF, o bien se han mostrado contrarios a su aplicación. Al mismo tiempo, los medios de comunicación y diversos colectivos han popularizado el término de Tasa Tobin para todo aquel gravamen sobre cualquier operación o producto financiero, lo que le ha conferido gran notoriedad social y política.

3. El proyecto de la Unión Europea

Diversos países de todo el mundo han aplicado y siguen aplicando variadas fórmulas del ITF.

¹ Banco de Pagos Internacionales: según se recoge en Opinion of the European Economic and Social Committee on "Financial transaction tax", pág.1 <https://eur-lex.europa.eu/eli/eu/lex/lexiserv/lex/lexserv.dir/?uri=OJ:L:2011:044:0081:0089:EN:PDF>

² También conocida como Tasa Robin Hood.

³ Tobin, James: «The New Economics One Decade Later» *The Eliot Janeway Lectures*, Princeton University Press, 2015 (1972).

⁴ Tobin, James: «A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journals*, Vol. 4, pág. 153-159 (1978).

⁵ Desde dinero hasta acciones.

⁶ Keynes, John Maynard: «Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero», Fondo de cultura económica, México DF, 4ª edición 2003 (1936); Capítulo XII.

⁷ Tobin manifestó en 2001 ser un discípulo de Keynes y que había transferido su idea original a los mercados cambiarios.

⁸ https://web.archive.org/web/20050306201839/http://www.iib.lee2000.uk.org/worldnews/americajames_tobin_030901_english.htm

⁹ Stiglitz, Joseph E: «Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading», *Journal of Financial Services Research*, Kluwer Academic Publishers, 1989.

En 2011 la Comisión Europea⁹ propuso un impuesto armonizado para toda la UE, caracterizado por:

- Un enfoque muy amplio, ya que el impuesto se aplicaría a todos los mercados (regulados, transacciones extrabursátiles...), a todos los instrumentos (acciones, bonos e incluso derivados...) y a todos los actores (bancos, gestores de activos, etc.), siempre y cuando una parte participante en la transacción perteneciese a un estado miembro¹⁰.
- La propuesta establecía tasas del 0,1 % para la negociación de acciones y bonos y 0,01% para el resto (futuros, swaps de tasas de interés, etc.).

Los objetivos de la CE eran los siguientes:

- Que el sector financiero contribuyese a las finanzas públicas.
- Desalentar las transacciones que considera no aportan eficiencia a los mercados ni trascienden a la economía real.
- Evitar la fragmentación del mercado único que podría resultar de numerosos enfoques nacionales descoordinados.
- Dar un primer paso para gravar tales transacciones a nivel mundial.

Este ITF europeo se aplicaría sobre todas las transacciones, es decir, para cada compra y venta, incluso a las intradía, de cualquier instrumento financiero¹¹, con el consiguiente efecto «cascada»¹², y de reducción del PIB¹³.

La pretensión de la CE era que los 57.000 millones de euros que se preveía recaudar anualmente –especialmente al aplicarse sobre los derivados– se destinasen en parte al propio presupuesto de la UE¹⁴.

No obstante, dado que, en 2012, los ministros de Finanzas de la UE no lograron un acuerdo, algunos estados miembros, en concreto Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia (hasta diciembre de 2015), Francia Grecia, Italia y Portugal prosiguieron adelante en el marco del mecanismo de la “cooperación reforzada”¹⁵.

En oposición, el Reino Unido impugnó la legalidad de la decisión adoptada en 2013 de establecer dicho marco de cooperación, aunque finalmente fue desestimada mediante Sentencia del TJUE¹⁶.

Durante los últimos años el proyecto no había logrado avances, más allá de la aplicación unilateral por parte de algunos países, como Francia o Italia, o del reenfoque sobre el planteamiento inicial, al proponer los estados participantes empezar gravando únicamente las acciones¹⁷ y algún derivado, pero dejando de lado grandes partidas como el grueso de los citados derivados.

A mediados del 2018 el proyecto se reactivó, y a finales del 2019 Alemania presentó una propuesta de ITF¹⁸ inspirada en el modelo francés, es decir, de base mucho más reducida que el propuesto en 2011 por la CE. Los ingresos que se obtuviesen se distribuirían entre los estados participantes por medio de un mecanismo de compensación a efectos de estimular la cooperación. Sin embargo, esta iniciativa fue rechazada. En particular Austria critica que el plan evita los instrumentos financieros y derivados especulativos¹⁹, de forma que el proyecto se encuentra de momento paralizado²⁰.

Sin duda el riesgo de deslocalización de operaciones hacia Londres y otras plazas financieras mundiales influye decisivamente a la hora de que los principales países de la UE se planteen la aplicación ITF de base más amplia, como inicialmente estaba previsto por la CE.

4. El Impuesto español a las transacciones financieras

A finales del 2018 se inició la propuesta de aplicación de un ITF para España y en febrero del 2020 fue publicado un Proyecto de Ley²¹ ²², que no obstante puede sufrir modificaciones en el camino hacia su tramitación parlamentaria.

El ITF español es un impuesto indirecto²³, inspirado en el que aplica Francia desde agosto del 2012 y, portanto, en línea con los últimos planes de la UE, con el que comparte sus principales características:

⁹ «Propuesta de Directiva del Consejo relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras y por la que se modifica la Directiva 2008/7/CE» <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:52011PC0594>

¹⁰ Todo ello según la CE minimizaría las posibles distorsiones en diferentes segmentos del mercado y reduciría el riesgo de planificación, sustitución y reubicación de impuestos.

¹¹ Directiva del Consejo relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras, página 17 art. 2 y pág. 20 art.4 <https://eur-lex.europa.eu/lexUriServlet.do?uri=COM:2011:0594:FIN:ES:PDF>

¹² DG Taxation and Customs Union. «How the FTT works in specific cases and other questions and answers», ver ejemplo 1, pág. 3.

¹³ European Commission, “Impact Assessment”, pág.50, final https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2011/sec_2011_1102_en.pdf

¹⁴ Directiva del Consejo relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras, pág.12 <https://eur-lex.europa.eu/lexUriServlet.do?uri=COM:2011:0594:FIN:ES:PDF>

¹⁵ European Parliament, Press releases, <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/2012/12/PR04408/clave-neu-countries-get-parliament-s-all-clear-for-a-financial-transaction-tax>

¹⁶ Tribunal de Justicia de la Unión Europea, InfoCuria.

<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=1515298&doclang=ES>

¹⁷ Council of the European Union, Economic and Financial Affairs, pág.3

<https://www.consilium.europa.eu/media/pressData/en/ecofin/146083.pdf>

¹⁸ Consejo de la Unión Europea, Expediente interinstitucional, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CONSIL-ST-10097_2019_INIT&from=EN

¹⁹ Reuters, <https://www.reuters.com/article/germany-austria-tax-idUKS8N29Z01E>

²⁰ Bloomberg, declaraciones de Angela Merkel «Podemos seguir hablando, pero no puede darse el caso de que con unos cambios, otros cinco países lo rechacen, por lo que es una situación muy difícil» <https://news.bloombergtax.com/daily-tax-report-international/merkel-regrets-austrias-rejection-of-german-ftt-proposal>

²¹ Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, http://www.congreso.es/public_oficial/es/14/CO/NG/BOCG/A/BOCG-14-A-2-1-PDF

²² La Moncloa, <https://www.lamoncloa.gob.es/consolideministros/resumenes/Paninas/2020/180220-gministros.aspx>

²³ Las operaciones financieras están exentas según art.20, apartado 18 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1992-28740>

- **Hecho imponible.** La adquisición a título oneroso de acciones de sociedades españolas –con valor de capitalización bursátil superior a 1.000 millones de euros²⁴– admitidas a negociación en un mercado español o de otro estado de la Unión Europea que tenga la consideración de regulado o equivalente de un país tercero²⁵. Rige el principio de emisión y se aplica independientemente del país de residencia del comprador y del prestador de servicios²⁶ ²⁷. No se trata por tanto realmente de un impuesto a la banca.
- **Exenciones.** Numerosas, entre las que destacan las relativas al mercado primario, las necesarias para el cumplimiento de las funciones de las entidades que gestionan los mercados, las de reestructuración empresarial, las transmisiones entre sociedades del mismo grupo y las realizadas en el marco de las actividades de creación de mercado, entre otras.
- **Devengo.** En cuanto a las adquisiciones realizadas en un centro de negociación, cuando se ejecuten (de forma que no se devenga si la adquisición no llega a liquidarse). Respecto de las realizadas al margen, en el momento en que se produce la anotación registral a favor del adquirente.
- **Base imponible y tipo impositivo.** El 0,2 % sobre el importe de la contraprestación, sin incluir los gastos asociados a la transacción.
- **Operaciones intradías,** según se expone en la memoria de impacto²⁸, se trata de un tipo de operativa que aporta profundidad y que ayuda a la formación de precios, y la imposición de un ITF sobre las adquisiciones brutas tendría el efecto de expandir el spread, pudiendo llegar a eliminarlas. Por dicho motivo, se establece una regla especial, de modo que sólo quedan gravadas las compras netas al finalizar la jornada, por diferencia entre el número de valores comprados y vendidos.
- **Contribuyente y sujeto pasivo.** El contribuyente es el adquirente y el sujeto pasivo es el intermediario financiero.

Cabe reseñar no obstante algunas diferencias respecto del impuesto francés:

- El tipo impositivo en Francia es el 0,3 % (anteriormente el 0,2 %).
- El ITF francés se estructuraba en tres figuras impositivas, de forma que, aparte de la principal –sobre las compras de acciones–, se preveían dos más, aunque han resultado de escaso éxito:
 - ✓ La primera, una tasa del 0,01 % sobre las transacciones de alta frecuencia²⁹ de valores de renta variable. No obstante, dicha imposición parece haber sido eludida simplemente ajustando los tiempos de ejecución o realizando las operaciones en el exterior. La recaudación ha sido exigua y en 2018 se presentó una enmienda para su reformulación³⁰.
 - ✓ La segunda, una tasa del 0,01 % sobre la adquisición de ciertos swaps de incumplimiento crediticio de un estado de la UE. Dicha figura fue derogada en 2019³¹, dadas las restricciones establecidas para esta operativa³².

5. Impacto recaudatorio en Francia. Estimación para España.

La memoria del análisis del impacto normativo publicada en el 2018 por la Dirección General de Tributos³³ estimaba en 850 millones de euros la recaudación anual para España³⁴ sobre el modelo de ITF proyectado, en base a los datos disponibles por el Modelo 198 (Declaración anual de operaciones con activos financieros y otros valores mobiliarios).

En febrero del 2020, el gobierno anunció esa misma cifra³⁵, justo antes de la crisis originada por el Covid-19, pero como se verá a continuación, dicho objetivo se adivina en todo caso difícil de alcanzar.

5.1. La referencia de la recaudación en Francia

Dadas las similitudes del impuesto español respecto del francés, este se toma como referencia, mostrándose a continuación la recaudación anual en dicho país³⁶:

Como puede observarse a continuación, es posible vincular en cierta medida la recaudación con la evolución del volumen de contratación de acciones en el mercado secundario de

²⁴ A fecha 1 de diciembre del año anterior al de la operación. A la entrada en vigor, a los tres meses de la publicación en el BOE de la ley una vez finalice su tramitación parlamentaria, la fecha a tomar respecto de la capitalización bursátil sería la del mes anterior.

²⁵ Asimismo, quedan sujetas al impuesto las adquisiciones onerosas de valores negociables constituidos por certificados de depósito representativos de las acciones que reúnan las características señaladas, así como las adquisiciones de acciones, que deriven de la ejecución o liquidación de obligaciones o bonos convertibles o canjeables, de instrumentos financieros derivados, así como de cualquier instrumento o contrato financiero.

²⁶ Lo que en teoría conllevaría para la AEAT la difícil misión de controlar los operadores extranjeros, en base a los tratados internacionales y los intercambios de información y cooperación. Los convenios para evitar la doble imposición en materia de impuestos no regulan impuestos indirectos.

²⁷ Obsérvese que tanto el impuesto español como el francés se centran exclusivamente en gravar las adquisiciones.

²⁸ Secretaría de Estado de Hacienda, Dirección General de Tributos, pág.14

²⁹ <https://www.hacienda.gob.es/Documentacion/Publico/Normativa/Doctrina/Proyectos/Tributarios/MAIN%20A-PI%20ITF.pdf>

³⁰ Realizadas mediante un dispositivo automatizado caracterizado por enviar, modificar o cancelar órdenes, separadas por debajo de un umbral fijado por decreto. Se grava la cancelación o modificación de dichas órdenes. Automatizado es cualquier sistema que permita operaciones en los que un algoritmo

informático determina automáticamente los diferentes parámetros de los pedidos, como la decisión de realizar el pedido, la fecha y la hora de realización del pedido, así como el precio y la cantidad.

³¹ Asamblea Nacional Francesa. <http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/amendements/1255A/AN/1499>

³² Bulletin Officiel des Finances Publiques. <https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7554-PGP.html>

³³ Reglamento de la Unión Europea 236/2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, artículos 13 y 14 <https://www.boe.es/boe/L-00011-00024.pdf>

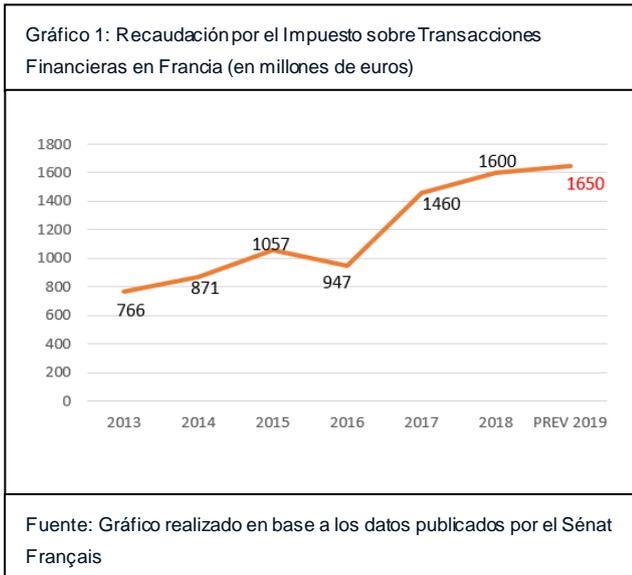
³⁴ Secretaría de Estado de Hacienda, Dirección General de Tributos. <https://www.hacienda.gob.es/Documentacion/Publico/Normativa/Doctrina/Proyectos/Tributarios/MAIN%20A-PI%20ITF.pdf>

³⁵ Que se destinará a financiar una muy pequeña parte, del elevado déficit de la Seguridad Social. La Moncloa <https://www.lamoncloa.gob.es/consejo de ministros/Paginas/enlace/191018-ania-cetra-sacc.aspx>

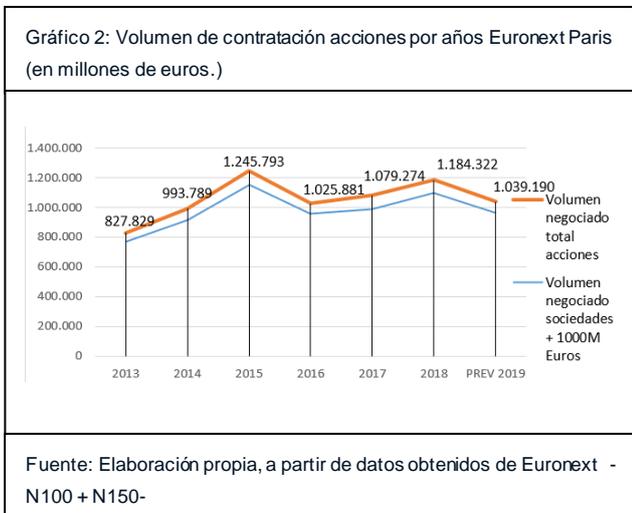
³⁶ La Moncloa <https://www.lamoncloa.gob.es/consejo de ministros/Paginas/enlace/180221-enlace-impuestos-4.aspx>

³⁷ No se indica el 2012 por ser un año incompleto.

valores en Francia – apréciase el efecto del incremento del tipo al 0,3 % desde 2017-.



37



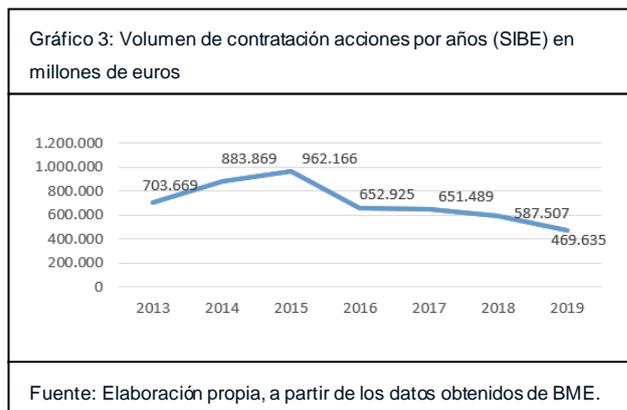
38

El ITF francés está sujeto al principio de adquisición de la propiedad, de forma que gran parte de la negociación intradía se grava únicamente por el neto resultante final^{39 40}. Si además consideramos las exenciones y otros factores, resulta necesario realizar una significativa corrección sobre la cifra del volumen de negociación total para llegar a una cierta correlación con la cantidad efectivamente recaudada⁴¹.

Así, para el periodo 2013-2018 se recaudaron en Francia en total 6.701.-millones de euros, cuando tomando las operaciones brutas para las empresas afectadas la recaudación habría sido de 13.844.- millones de euros; se estima pues a grandes rasgos que la corrección ha de ser del 48,4 % para pasar de operaciones brutas a netas gravables.

5.2. Una estimación de recaudación para España

Si procedemos a realizar una extrapolación de la experiencia francesa, lo primero que se aprecia es la clara tendencia a la baja de los volúmenes de contratación registrados por BME en los últimos años:



Dicho descenso era constatable también a inicios del 2020. En concreto en enero la renta variable había disminuido un 12,4 % respecto del mismo mes del 2019.

Por su parte, en Francia, la AMF estimó que por causa del impuesto se habría reducido el volumen de contratación en el 10 %⁴².

Ante dicha variabilidad y ante la delicada situación de los mercados en estos momentos por causa de la crisis originada por el Covid-19, planteamos a continuación un escenario de hipotética recaudación para el ITF español, tomando como base los datos del 2019, con una reducción del volumen entre el 0 % y el 20 %, para el caso de su puesta en marcha.

Conforme a ello aplicamos la corrección señalada en el apartado anterior (48,4%) sobre el volumen de negociación de las 61 empresas de más de 1.000 millones de euros de capitalización⁴³, a los efectos de obtener las transacciones netas, sobre las que gravamos el 0,2 %, lo que situaría la banda

³⁷ Senado de Francia. <http://www.senat.fr/rap/18-147-34/18-147-343.htm>

³⁸ Euronext Paris, estadísticas <https://live.euronext.com/en/resources/statistics>

³⁹ Aunque estaba previsto ampliar la base imponible a las operaciones intradía, dicha disposición fue objeto de enmienda por el riesgo de desplazamiento a Londres, y no entró en vigor. Asamblea Nacional de Francia. http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/4271/CIION_FIN/CE14.asp; Ver asimismo la crítica del Tribunal de Cuentas de Francia en mismo sentido, págs. 3 y 4 apartado 2. <https://www.cpmontes.fr/sites/default/files/2017-07/20170704-retex-e-S-2017-1830-taxe-transactions-financieres-et-finan.es-lesales.pdf>

⁴⁰ Association française des marchés financiers - 2019 - Taxe sur les transactions financières – ap.57 y nota al pie 58, págs.32. «Lo que confirma la Administración Tributaria: para un valor dado, el contribuyente calcula las posiciones netas al final del día (o al final del mes) en las transacciones realizadas en nombre de cada uno de sus clientes y por cuenta propia, eliminando primero todas las adquisiciones y ventas exentas de este cálculo asociado con actividades exentas (creación de mercado, mercado primario, venta temporal de valores, etc.)» <http://www.amfi.fr/topics/fr/documentation/fisc-ait>

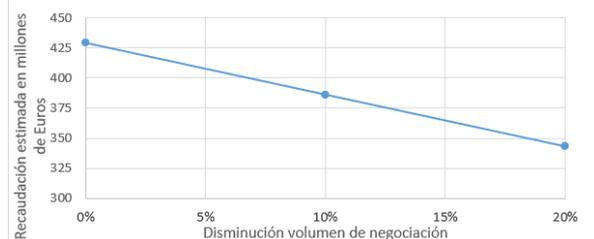
⁴¹ Ver asimismo el enfoque realizado por la AIREF para la recaudación en España sobre la experiencia francesa, pág. 43; https://www.airef.es/wp-content/uploads/2019/10/NOTICIAS/ILE_COMISION_PRESUPUESTOS/18-10-25_PPT-VERSI%C3%93N-FINAL.pdf

⁴² Autorité des Marchés Financiers, pág. 49 <https://www.amf-france.org/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?idocid=works.nac.e%3A%2F%2FSocres.Store%2F42715e14-a052-431c-9530-1ea0f52a6c39>

⁴³ El importe negociado en 2019 en España para las empresas con una capitalización bursátil superior a los 1.000 millones de euros en España fue la cifra de 442.991,37 millones de euros que representó el 94,33 % sobre el total, dato también acorde con lo sucedido en la bolsa francesa (138 empresas en 2018 que representaron el 92,5 % del volumen total negociado en acciones).

de recaudación para España entre los 343 y los 429 millones de euros⁴⁴.

Gráfico 4: Estimación recaudación ITF en España en base a datos cotización BME (año natural) 2019



Fuente: Elaboración propia

Cabe indicar que estos cálculos sólo sirven como ejercicio de aproximación, atendiendo a los múltiples factores y datos que no son posibles de determinar. Entre otras variables que impiden una mejor valoración, se encuentran las exenciones, las adquisiciones por parte de operadores que actúan al margen de los mercados, las OTC, los gastos excluidos de la base y las diferencias entre los impuestos y los mercados tanto francés como español.

Adicionalmente hay que resaltar que dicha estimación es válida para un año corriente, pero como es evidente resulta difícil su extrapolación para este ejercicio 2020 debido a la crisis del Covid-19. Valga como ejemplo que en el mes de marzo la tendencia a la baja en los volúmenes de contratación se ha revertido, aumentando hasta un 59,9% más que en el mismo mes del 2019, debido a la alteración de los mercados financieros. Pese a este dato, el drástico descenso del IBEX hasta los 6.600 puntos actuales conllevaría una menor base imponible, debido al decremento en el valor de los títulos.

En definitiva, habrá que observar cómo impacta todo ello en la bolsa y en la economía española, e incluso contemplar un escenario de un posible rebote, a los efectos de cualquier proyección de recaudación, en caso de implantación del impuesto.

A todo lo anterior, señalar que para estas proyecciones se ha tomado únicamente el volumen registrado por BME, que en su informe del 2019⁴⁵ indica que su cuota de mercado fue de un 72,2 %⁴⁶, lo que es debido a la fragmentación del mercado,

y en particular al volumen negociado en otras plataformas alternativas como Chi-X, Bats-Europe y Turquoise, etc., que a raíz de la implantación de la directiva MiFID han arrebatado cuota al operador español⁴⁷.

Debe añadirse que en teoría las operaciones en dichos centros deberían también someterse al ITF, dado que el impuesto grava las compras de acciones de empresas españolas cotizadas independientemente de donde se produzcan, aunque estará por ver las posibilidades «reales» de control y recaudación.

6. Consecuencias y controversias entorno a la introducción de un ITF en España.

Aparte de la intrínseca función recaudatoria de un ITF, conviene considerar el resto de las consecuencias que conlleva su implantación.

Como se ha expuesto al inicio, economistas como Stiglitz defienden que es una medida que reduce la especulación financiera y los recursos empleados en ella, así como que disminuye la volatilidad y favorece la fijación de precios.

Otros, como el del Tribunal de Cuentas francés, afirmaban en 2017 que en dicho país no se había logrado ninguno de los objetivos inicialmente previstos⁴⁸.

Pero dado que el impuesto español se aplicaría por el momento sin coordinación con el resto de los países de la UE, y que además solo grava las adquisiciones de acciones, deben evaluarse los siguientes posibles efectos:

- El incremento de los costes de transacción genera una menor expectativa de rendimiento, lo que, como se ha citado, disminuye el volumen de negociación⁴⁹ especialmente a corto plazo⁵⁰. Existe consenso sobre dicho efecto, pero se difiere en las elasticidades estimadas.
- Aunque dicha reducción del corto plazo parece dar razón a los que defienden que el ITF reduce la especulación, no obstante, puede conllevar el desplazamiento de las inversiones hacia otros mercados menos fiscalizados, hacia otros países o empresas no españolas, o incluso a otros productos tales como los derivados o estructurados, no gravados⁵¹.

⁴⁴ Lógicamente la recaudación estimada lo es para un año natural entero, y con los controles administrativos implementados, por lo que, de instaurarse con el año iniciado, sin efecto retroactivo, la recaudación sería proporcionalmente inferior.

⁴⁵ BME, pág. 32 <https://www.bolsasymercados.es/docs/informecadco/2019/es/IM2019.pdf>

⁴⁶ Refiriéndose al informe de la consultora LiquidMetrix

⁴⁷ Boletín de la CNMV, pág. 57 «Antes de que se aplicase la MiFID I existía una fuerte concentración en las bolsas tradicionales, pero ahora se halla considerablemente fragmentada en diversos sistemas o centros de ejecución de operaciones que, bajo las figuras de los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (SMN) o los intermediarios sistemáticos, compiten intensamente entre sí. También se ha producido durante estos años un notable aumento en la proporción del volumen negociado a través de sistemas opacos o con requisitos de transparencia reducidos, incluida la negociación OTC (over the counter). La MiFID I permitió el establecimiento en Europa de numerosas plataformas de negociación [...] se ha traducido en una migración sustancial de la contratación en valores admitidos a negociación en los mercados regulados europeos a los SMN y a otros mercados regulados [...] en los segmentos de

negociación más transparentes. [...] la migración se ha dirigido fundamentalmente hacia las plataformas de nuevo cuño, sobre todo CHI-X, BATS-Europe y Turquoise, En cambio, en los segmentos menos transparentes el principal competidor sigue siendo un mercado regulado: la Bolsa de Londres.»

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletín/Boletín_Julio_2017.pdf

⁴⁸ Tribunal de Cuentas de Francia. <https://www.comptes.fr/sites/default/files/2017-07/20170704-refere-S2017-1801-taxe-transactions-financieres-et-de-penses-fiscales.pdf>

⁴⁹ Secretaría de Estado de Hacienda, Dirección General de Tributos, pág.18 «El Impuesto sobre las Transacciones Financieras aumentará los costes de transacción, lo cual, podría producir una reducción del volumen global negociado en acciones españolas sujetas al impuesto.» <https://www.hacienda.gob.es/Dn/programacion/Boletines/Boletines/Boletines/MAIN%20A%20I%20ITF.pdf>

⁵⁰ En particular puede suceder que el rendimiento esperado sea incluso inferior a dicho coste, de forma que algunas operativas se reduzcan drásticamente.

⁵¹ El aumento de derivados puede conllevar, además, un mayor apalancamiento.

- En este sentido, la CNMV alertaba en enero del 2019 de que la fragmentación del mercado parecía haberse acelerado y además que la tendencia a la deslocalización podría acentuarse si se implanta el ITF⁵². También se observa que el regulador rebaja más si cabe la cuota de mercado ofrecida por BME, aunque apunta a cierta estabilización⁵³.
- Asimismo, puede desplazarse la negociación de las grandes empresas españolas a otras bolsas extranjeras donde ya cotizan, o bien los inversores pueden elegir otras empresas no españolas o empresas por debajo del umbral de 1.000 millones.
- Dichas tendencias pueden agravarse, considerando que se estima que la mitad de la bolsa española está en manos de no residentes⁵⁴.
- Asimismo, los mayores costes de transacción ejercen presión a la baja sobre el precio de las acciones, con lo que se traslada a los inversores, especialmente a los particulares, la carga del impuesto^{55 56}.
- La mayoría de los estudios añaden como efectos adicionales la disminución de la liquidez, así como la dificultad en el descubrimiento de precios⁵⁷.
- Finalmente, los economistas mantienen posiciones controvertidas con relación al efecto en la volatilidad a corto plazo. Respecto al largo plazo, en general se considera que una tasa baja no tendría demasiada incidencia, aunque parece que tampoco contribuiría a controlar las burbujas ni el riesgo sistémico.

Cabe señalar que otros economistas minimizan los efectos negativos del ITF, reseñando sus virtudes. Así, por ejemplo, Capelle-Blancard⁵⁸, indica que la disminución temporal del volumen de negociación de la bolsa francesa no obstaculizó la tendencia al alza en el periodo 2012-2015, y que los efectos de la tasa son suaves en general, no sin dejar de recordar que otros 30 países, entre ellos centros financieros relevantes tales como el Reino Unido, Suiza, Hong Kong o Taiwán aplican algún tipo gravamen, sin que ello haya obstaculizado su desarrollo financiero.

7. Conclusiones.

Como se ha expuesto a lo largo de esta nota, se estima que mediante la introducción de un impuesto sobre las transacciones financieras como el planteado en España se obtendría una recaudación para un año corriente de entre 343 y 429 millones de euros⁵⁹, importe muy inferior a los 850 millones de euros previstos oficialmente, y cifra escasamente relevante en el conjunto de los ingresos tributarios del Estado (que ascienden a 208.685 millones de euros)⁶⁰.

No obstante, su introducción afectaría a los mercados financieros españoles, y a las empresas españolas, especialmente por el posible riesgo de desplazamiento de las inversiones.

Adicionalmente, en contra de la idea popular, el ITF no es un impuesto a la banca, sino un gravamen que deberán soportar los inversores en acciones de empresas cotizadas.

Pero a pesar de la oposición mostrada por parte de sectores financieros y empresariales, diversas organizaciones y algunos partidos políticos defienden en cualquier caso su puesta en marcha en España, aunque sea de forma unilateral, como un paso adelante para el establecimiento del ITF en un entorno europeo.

No sin dejar de tener en cuenta todas estas posiciones, hay que reseñar que en estos momentos nos hallamos en una difícil coyuntura económica global, marcada por la incertidumbre causada por la crisis del Covid-19.

Teniendo en consideración esta excepcional circunstancia, así como todo lo antedicho, por prudencia cabría valorar el posponer la aplicación ITF en España hasta lograr estabilizar la situación financiera, o bien hasta que se acordase dicho gravamen en el seno de los países de la UE que forman el grupo de cooperación reforzada⁶¹.

Entretanto podrían implementarse otras medidas fiscales o presupuestarias, si ello fuese necesario, en aras de sostener las maltrechas finanzas públicas.

⁵² CNMV; nota de estabilidad, pág.16: «La negociación de valores españoles en otros centros de negociación distintos al mercado de origen creció hasta el 40% de la negociación sujeta a reglas de mercado, su máximo histórico [...] Esta tendencia de deslocalización creciente podría agravarse en el caso de que se establezca en España un impuesto sobre las transacciones financieras» https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/NotaEstabilidad/Nota_estabilidad_ene_2019.pdf

⁵³ BME, Boletín IV 2019 pág. 50. «El descenso de la negociación, que fue mayor en BME respecto a la registrada por el resto de los centros de negociación y mercados competidores, hizo que la cuota de mercado de estos últimos aumentara hasta el 42,6 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado, su máximo histórico, frente al 37,4 % y 32,1 % de 2018 y 2017, respectivamente. A pesar de ello, la tendencia a la deslocalización de la contratación podría haber alcanzado un techo en este ejercicio, pues los datos trimestrales de 2019 sobre las cuotas de mercado de BME muestran ciertos altibajos, indicando los últimos (correspondientes al cuarto trimestre) una recuperación de esta hasta valores cercanos al 60 % —su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2018—. Aun así, para algunos valores españoles el volumen negociado en otros centros volvió a ser superior al registrado en el mercado regulado nacional» https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletines/Boletín_IV_2019.pdf

⁵⁴ BME, https://www.bolsasymercados.es/es/Estadisticas/Publicaciones/Docum/5343/La_mitad_de_la_Bolsa_espa%C3%B1ola_ya_est%C3%A1_en_manos_de_los_no_residentes

⁵⁵ CE, pág.53 «All in all, although the economic incidence of the tax instruments under analysis remains uncertain ex ante, part of the tax burden is likely to fall on the clients of financial institutions» https://ec.europa.eu/smart-regulation/mactia/carried_out/docs/ja_2011/sec_2011_4102_en.pdf

⁵⁶ Informe Tribunal Cuentas Francia, pág. 2 y 3 «Mais les PSI répercutent le coût de la taxe sur leurs clients lorsqu'ils leur facturent les frais de transactions. Ce sont donc les investisseurs qui in fine supportent le poids de la taxe et non pas le secteur financier. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'elle est relativement bien acceptée par les professionnels» <https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2017/07/20170704-refer-S-2017-1860-tax-transactions-financieres-et-depenses-fiscales.pdf>

⁵⁷ Aunque algunos autores presentan modelos en los que la liquidez queda afectada de manera muy diferente dependiendo de las condiciones del mercado. Por ejemplo: Dupont, Dominique Y.; Lee, Gabriel S. Working Paper «Effects of securities transaction taxes on depth and bid-ask spread».

⁵⁸ AMF. «La taxation des transactions financières: un vrai bon idée» https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/2017_10_etude_itf_vf.pdf

⁵⁹ De implantarse la directiva europea, las estimaciones de recaudación para España son 498 millones de Euros anuales, una vez realizado el reparto mediante el mecanismo de compensación <https://www.economista.es/economia/noticias/9929597/09/19/Bruselas-admite-que-Espana-no-ingresara-la-mitad-de-esta-oc-c-l-a-t-01-n-1.html>

⁶⁰ Los ingresos tributarios totales del ejercicio 2018 según datos de la AEAT: <https://www.agencia tributaria.es/AEAT/interior/Inicio/la-Agencia-Tributaria/Memorias-y-estadisticas-tributarias/Estadisticas/Recaudacion-tributaria/Informes-anuales-de-Recaudacion-Tributaria/Ayuda-Financiera-2019/1.-Los-ingresos-tributarios-en-2018/Introduccion/Introduccion.html>

⁶¹ En caso de implantación del ITF, sería recomendable un impuesto con un tipo lo más reducido posible, pero de base amplia.

En cualquier caso, y a pesar de las notables diferencias que separan el ITF actual respecto de la idea original, el debate sigue acompañando a la propuesta de James Tobin, tantos años después.

Sobre el autor:

Jordi Pey Nadal es asesor fiscal. Máster en Derecho Tributario por la Universidad de Barcelona. Diplomado en Ciencias Empresariales por la Universidad Autónoma de Barcelona. Actualmente socio del departamento fiscal en Guillen Becares SLP. Miembro 4756 de la AEDAF.

Otras publicaciones ODF

May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	"Factor investing", el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundraisng: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón

Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrubia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden

Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquin Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda