

Η φορολόγηση των προσόδων από κινητές αξίες στην Ελλάδα Εξελίξεις και προοπτικές⁽¹⁾

ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΥ
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Την τελευταία δεκαετία επαναστατικές αλλαγές επήλθαν στην ελληνική χρηματαγορά με την άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, την κατάργηση μιας σειράς διοικητικών περιορισμών και της προσφοράς πληθώρας νέων προϊόντων. Οι αλλαγές αυτές έδωσαν τη δυνατότητα διενέργειας πράξεων – με μηδενικό πολλές φορές κίνδυνο – που στόχο είχαν την εκμετάλλευση των ασυμμετριών που παρουσίαζε το φορολογικό σύστημα. Η δομή του Ελληνικού φορολογικού συστήματος είχε σχηματισθεί στη βάση της ικανοποίησης των δανειοληπτικών αναγκών του Δημοσίου ενώ άλλες παράμετροι όπως η αναλογικότητα και η αποδοτικότητα του φορολογικού συστήματος ή η ανταγωνιστικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η ενίσχυση της αναπτυξιακής διαδικασίας είχαν αγνοηθεί.

Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στη φορολόγηση των προσόδων από κινητές αξίες με κύρια αναφορά στις επιπτώσεις της στη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου⁽²⁾. Η μελέτη αυτού του θέματος συνήθως επικεντρώνεται τόσο στο ζήτημα των επιπτώσεων στο κόστος κεφαλαίου του απόλυτου ύψους των φορολογικών συντελεστών στα κέρδη όσο και στη συμμετρία – ή έλλειψη αυτής – του φορολογικού συστήματος και των προβλημάτων που αυτή δημιουργεί.

Όσον αφορά το πρώτο ζήτημα της επιβάρυνσης της συγκεκριμένης αυτής φορολόγησης, η Ελλάδα φαίνεται ότι έχει ακολουθήσει – με κάποια χρονική υστέρηση – τις τάσεις που επικράτησαν διεθνώς. Το γεγονός που σηματοδοτεί την αλλαγή πλεύσης διεθνώς στην πολιτική της φορολογίας κεφαλαίου αποτέλεσε η φορολογική αναθεώρηση στις ΗΠΑ το 1986. Η βασική φιλοσοφία αυτής της αναθεώρησης ήταν η γενναία μείωση – από τη μία μεριά – των συντελεστών φορολόγησης τόσο στα εισοδήματα φυσικών προσώπων όσο και στα κέρδη των επιχειρήσεων και από την άλλη η αισθητή μείωση των διαφορών φοροαπαλλαγών. Οι εξελίξεις αυτές ήταν επόμενο να υιοθετηθούν από τις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες. Η Ελλάδα δείχνει να ακολουθεί αυτή την τάση με τη νομοθετική αλλαγή με ισχύ από το 1992 που χαρακτηριζόταν από την εξίσωση των φορολογικών συντελεστών των κερδών εισηγμέ-

⁽¹⁾ Μεγάλο μέρος της παρούσας εργασίας έχει αντληθεί από το υπό έκδοση βιβλίο των Δ. Γεωργούτσου & Ν. Καρραμούζη, “Η Φορολόγηση των Κερδών Κεφαλαίου στην Ελλάδα”, εκδ. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και Α. Σάκκουλας.

⁽²⁾ Δεν θα δοθεί έμφαση σε θέματα όπως η επίπτωση της έμμεσης φορολόγησης στις συναλλαγές με κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα κλπ) όπως και οι συνέπειες του κόστους που δημιουργεί η πολυπλοκότητα του συστήματος στη λειτουργία των αγορών και των επιχειρήσεων.

νων και μη επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, καθώς και την ίση μεταχείριση μερισμάτων από ονομαστικές και ανώνυμες μετοχές. Παράλληλα, άρχισε για πρώτη φορά η φορολόγηση των τόκων από καταθέσεις, ενώ συνεχίστηκε η προνομιακή μεταχείριση των ομολόγων του Δημοσίου.

Το ερώτημα βέβαια που τίθεται είναι αν μπορούμε να κρίνουμε την επιβάρυνση στο κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση την αρνητική επίπτωση στην οικονομική ανάπτυξη μόνο από το ύψος των ονομαστικών φορολογικών συντελεστών. Η απάντηση στο ερώτημα είναι σαφώς αρνητική. Είναι γνωστό ότι ένα πλήθος παραγόντων, όπως πληθωρισμός, συστήματα αποσβέσεων, εκπτώσεις μέρους των επενδυμένων κεφαλαίων και επιχορηγήσεις, μεταβάλλουν σημαντικά το κόστος σε πραγματικούς (ή αποπληθωρισμένους) όρους της χρηματοδότησης. Από σχετικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί για την Ελλάδα⁽³⁾ προκύπτει ότι για το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 1970 και ως τις αρχές της δεκαετίας του 1980 η πραγματική επιβάρυνση των επιχειρήσεων ήταν αρνητική. Δηλαδή, αν ο χρηματοδότης απαιτούσε μια απόδοση ίση με εκείνη των καταθέσεων ταμειευτηρίου (και αργότερα των εντόκων γραμματίων), η επιχείρηση μπορούσε να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της ακόμη και με ονομαστικές αποδόσεις μικρότερες του ρυθμού του πληθωρισμού. Επιπλέον, για συγκεκριμένους συνδυασμούς κατηγοριών κεφαλαιουχικών αγαθών και τρόπου χρηματοδότησης, η “φορολογική στρέβλωση” – οριζόμενη ως η διαφορά ανάμεσα στην απαιτούμενη πραγματική απόδοση της επιχείρησης και την πραγματική απόδοση του χρηματοδότη της – ήταν αρνητική μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Αυτό σημαίνει ότι το φορολογικό σύστημα της χώρας ουσιαστικά επιδοτούσε τις επενδύσεις. Το σκηνικό αυτό άλλαξε από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 που κυρίως χαρακτηρίζεται από τον προσδιορισμό των επιτοκίων σε επίπεδα που καθορίζονται από την αγορά και όχι μέσω διοικητικών ρυθμίσεων. Δηλαδή, παρ' όλη τη μείωση των φορολογικών συντελεστών στις αρχές

του '90, η πραγματική απόδοση που πρέπει να επιτύχει η επιχείρηση από την οριακή επένδυση που πραγματοποιεί πρέπει να είναι θετική και μεγαλύτερη από την αντίστοιχη απόδοση του χρηματοδότη (πχ μετόχου, τράπεζας). Αν όμως απομονώσουμε την επίδραση των επιτοκίων στο κόστος κεφαλαίου, υποθέτοντας ότι ο “χρηματοδότης” των επενδύσεων ζητά πραγματική απόδοση 5%, τότε εξάγουμε δύο ενδιαφέροντα συμπεράσματα: Πρώτον, ότι η μείωση του πληθωρισμού έχει σαφώς μειώσει την επιβάρυνση του φορολογικού συστήματος στο κόστος κεφαλαίου και δεύτερον, αν απομονωθεί και η επίπτωση του πληθωρισμού, τότε η επιβάρυνση του φορολογικού συστήματος έχει παραμείνει σχεδόν σταθερή με εξαίρεση τη μεταρρύθμιση του 1992.

Το δεύτερο ζήτημα που θα μας απασχολήσει αναφέρεται στη δομή του φορολογικού συστήματος. Το χαρακτηριστικό εδώ είναι ότι το φορολογικό σύστημα ήταν έτσι δομημένο ώστε να εξυπηρετείται η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα. Έτσι, τις δεκαετίες του 1970 και 1980 οι τόκοι καταθέσεων παρέμεναν αφορολόγητοι και το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990 οι τόκοι των κρατικών ομολόγων. Οι υπάρχουσες φορολογικές ρυθμίσεις δημιούργησαν ένα αρκετά περίπλοκο πλαίσιο ενίσχυσης ή περιορισμού της ανάπτυξης συγκεκριμένων τμημάτων των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Οι κυριότερες διαρθρωτικές αδυναμίες που δημιουργήθηκαν μπορούν να ταξινομηθούν στα παρακάτω:

- δημιουργία υποκατάστατων καταθέσεων,
- αδυναμία ανάπτυξης αγοράς εταιρικών ομολόγων (corporate bonds) και εμπορικών γραμματίων (commercial paper),
- επιβάρυνση του κόστους χρήματος λόγω των υψηλών υποχρεωτικών διαθεσίμων, και
- δυσχέρεια ερμηνείας κανόνων και επιβολή διαδικασιών με υψηλό λειτουργικό κόστος.

⁽³⁾ Βλ. Δ. Γεωργιάτσος & Σ. Μπαλσαβιάς, 1998, “Η Φορολογική επιβάρυνση του Κεφαλαίου στην Ελλάδα”, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

Η φορολόγηση των τόκων των καταθέσεων έδωσε την αφορμή για την εισαγωγή δύο κυρίως καινοτομιών στην ελληνική αγορά, προκειμένου να δημιουργηθούν υποκατάστατα προϊόντα καταθέσεων που να απαλλάσσονται της φορολογίας: των πωλήσεων ομολόγων με συμφωνία επαναγοράς (repurchase agreements ή repos) και των synthetic swaps (ή ακριβέστερα synthetic deposits).

Στην πρώτη περίπτωση, ένα κλασικό προϊόν βραχυπρόθεσμης ρευστότητας κατέληξε να γίνει μαζικός τρόπος φοροαποφυγής, με μεγέθη που πλησίασαν το 20% του συνόλου των καταθέσεων. Τα repos, διεθνώς, αποτελούν εναλλακτική μορφή άντλησης βραχυχρόνιων κεφαλαίων από τράπεζες μέσω της πώλησης τίτλων, με ταυτόχρονη συμφωνία επαναγοράς τους (με τους τίτλους να αποτελούν τα ενέχυρα του δανεισμού). Ποσά και επιτόκια είναι διαπραγματεύσιμα και εξαρτώνται από τις τρέχουσες συνθήκες ρευστότητας της διατραπεζικής αγοράς. Στην Ελλάδα, η φορολογική ασυλία που ίσχυε για τις πράξεις αυτές (συν το γεγονός ότι δεν υπήρχαν υποχρεωτικές δεσμεύσεις στην Κεντρική Τράπεζα για αυτές τις πράξεις μέχρι το 1993), παρήγαγε κίνητρα για ένα πολύ ελκυστικό προϊόν αποταμίευσης για καταθέτες σημαντικών ποσών.

Από τις αρχές του 1992 μέχρι την άνοιξη του 1994, οπότε και επεβλήθη φορολογία ανάλογη με αυτή του τόκου των καταθέσεων, η αγορά των repos εκτοξεύτηκε στα ύψη από πλευράς όγκου και αποτέλεσε κύριο εργαλείο άντλησης ρευστότητας για το σύνολο των ελληνικών τραπεζών. Εκτιμάται ότι η αγορά των repos στα τέλη του 1993 πλησίασε τα 2 τρισ. δρχ., δηλαδή το 1/5 του συνόλου των καταθέσεων.

Υπό την παραδοχή ότι οι σχέσεις υποκατάστασης μεταξύ repos και των πιστοποιητικών καταθέσεων και των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου ήταν 3:1, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι κατά το διάστημα 1990-1994 το Ελληνικό Δημόσιο είχε κόστος ευκαιρίας φορολογικών εσόδων ύψους 75 δισ. δρχ. περίπου. Με

την επιβολή ανάλογης φορολόγησης προς αυτήν των λοιπών καταθέσεων, η αγορά των repos συρρικνώθηκε σε μεγέθη χαμηλότερα των 100 δισ. δρχ. Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι η συρρίκνωση της αγοράς των repos είναι αμφίβολη αν αναλογισθεί κανείς ότι οι πράξεις αυτές μπορούν να γίνουν τριγωνικά, δηλαδή ο καταθέτης να ολοκληρώσει την πράξη με διαφορετικούς αντισυμβαλλόμενους ως προς την πώληση και την επαναγορά του τίτλου. Στην περίπτωση αυτή, η συναλλαγή δεν καταγράφεται ως repos αλλά ως πράξη της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων⁽⁴⁾.

Η εκρηκτική αύξηση της ζήτησης για synthetic swaps σηματοδότησε τη δημιουργία ενός ακόμη υποκατάστατου κατάθεσης για την αποφυγή φορολόγησης. Οι πράξεις αυτές αποτελούνται από καταθέσεις δραχμών που εν συνεχεία μετατρέπονται σε συνάλλαγμα, κατατίθενται στο εξωτερικό (κατά προτίμηση σε γιεν) και επαναγοράζονται βάσει της προθεσμιακής τιμής πώλησης του ξένου νομίσματος. Στο μεν πρώτο σκέλος επιβάλλεται συντελεστής φόρου ύψους 20% (ποσό ελάχιστο αν αναλογισθεί κανείς ότι τα επιτόκια των καταθέσεων σε γιεν δεν υπερέβαιναν το 1% στις αρχές του 1997), στο δε δεύτερο οι αποδόσεις (ουσιαστικά η διαφορά επιτοκίων δραχμής και ξένου νομίσματος) είναι αφορολόγητες. Ανεπίσημα στοιχεία εκτιμούν ότι το ύψος των συναλλαγών αυτών ήταν 1,5 τρισ. δρχ. περίπου στα τέλη του 1996 και η συντριπτική τους πλειοψηφία γινόταν μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων. Η έμμεση φορολόγηση των πράξεων αυτών, μέσω του τρία επί τοις χιλίοις των notional amounts, αναμενόταν ότι θα αποφέρει 4,5 δισ. δρχ. περίπου στο Ελληνικό Δημόσιο.

Από την άλλη πλευρά, είναι εξαιρετικά αμφίβολο αν τελικά το Δημόσιο έχει τη δυνατότητα να φορολογήσει αυτοτελώς τέτοιες συναλλαγές. Ο τρόπος με τον οποίο συνομολογείται μια τέτοια πράξη, υπό καθεστώς πλήρους απελευθέρωσης κι

⁽⁴⁾ Ο παράγοντας αυτός εκλείπει σήμερα, μετά την επαναφορά της μη φορολόγησης των εισοδημάτων μέσω repos.

νήσεως κεφαλαίων, συνεπάγεται ότι το synthetic deposit, μπορεί να γίνει τριγωνικά, δηλαδή μέσω κατάθεσης σε τράπεζα του εξωτερικού και συμφωνίας προθεσμιακής πώλησης ξένου νομίσματος με διαφορετικούς αντισυμβαλλόμενους. Δεδομένου ότι οι forward αγορές συναλλάγματος παραμένουν αφορολόγητες σε χώρες του εξωτερικού, συνεπάγεται ότι στο τέλος δεν πρόκειται να υπάρξει καμία απολύτως επιβάρυνση.

Στο ακριβώς αντίθετο άκρο βρίσκεται η αγορά εταιρικών ομολόγων, που στην ουσία παραμένει υπανάπτυκτη λόγω του δυσμενούς καθεστώτος φορολόγησης. Τα προϊόντα αυτά, σε άλλες χώρες του κόσμου, διατηρούν ένα σημαντικό κομμάτι της κατανομής επενδυτικών πόρων με σαφή πλεονεκτήματα για τους αποταμιευτές και τις επιχειρήσεις που τα προτιμούν. Μία απλή παρατήρηση στις ΗΠΑ θα δείξει σημαντικές αγορές για προϊόντα όπως εμπορικά γραμμάτια (commercial paper), επιταγές αποδοχής τράπεζας (bankers acceptances), διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (negotiable certificates of deposit), εταιρικά ομόλογα (corporate bonds), μετατρέψιμα χρεόγραφα (convertible securities), εταιρικούς τίτλους επ' ενεχύρω στεγαστικών δανείων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων (mortgage- & asset-backed securities), κλπ. Μέσω αυτών των εκδόσεων επιτυγχάνονται απ' ενός χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις που τις χρησιμοποιούν, απ' ετέρου καλύτερες αποδόσεις για τους αποταμιευτές που τα επιλέγουν. Παράλληλα, η σημαντική διαφοροποίηση που υπάρχει στα είδη εκδόσεων εγγυάται το ταίριασμα των χαρακτηριστικών του τίτλου με τις ανάγκες κινδύνων/απόδοσης του τελικού χρήστη των μέσων αυτών.

Το πρόβλημα είναι σημαντικό τόσο για ιδιωτικά ομόλογα που εκδίδονται σε δραχμές όσο και για αυτά που εκδίδονται σε ξένο νόμισμα. Μάλιστα, στη δεύτερη περίπτωση, η διαφορά του κόστους χρήματος που προκύπτει μετά την επιβολή φορολόγησης είναι αναλογικά μεγαλύτερη, λόγω των στενότερων περιθωρίων επιτοκίου που ισχύουν για μηδραχμικές εκδόσεις. Κατά συνέπεια, δεν πρέπει να

αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι ορισμένες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις έχουν βρει καταφύγιο σε αγορές του εξωτερικού για τη χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδυτικών σχεδίων τους, με αποτέλεσμα την εξαγωγή εργασιών και την απώλεια εσόδων τόσο για τις τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα όσο και για το κράτος.

Σε αντίθεση με τα όσα συμβαίνουν σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπου τα ποσοστά υποχρεωτικών δεσμεύσεων κυμαίνονται συνήθως από 0-4%, στη χώρα μας το μέτρο αυτό είχε αποτελέσει έναν ακόμη παράγοντα έμμεσης φορολόγησης των τραπεζών. Στην Ελλάδα, το ποσοστό αυτό ήταν 12% στα τέλη του 1996 και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των δεσμευμένων καταθέσεων 5,5%, δηλαδή 6 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Όμως, η επιβάρυνση αυτή απεικονίζεται στη διαφορά μεταξύ καταθέσεων και χορηγήσεων.

Σύμφωνα με υπολογισμούς, το κόστος ευκαιρίας (για την περίπτωση που τα δεσμευμένα κεφάλαια είχαν τοποθετηθεί στη διατραπεζική αγορά overnight) κυμαινόταν από 2,25% στα τέλη του 1992 έως 0,85% στα τέλη του 1996. Σε αυτό το σημείο πρέπει να γίνουν δύο παρατηρήσεις: Πρώτον, το κόστος αυτό θα ήταν σαφώς υψηλότερο αν είχε υπολογισθεί με βάση τα επιτόκια χορηγήσεων. Δεύτερον, η έμμεση φορολόγηση μέσω των υποχρεωτικών δεσμεύσεων πλήττει κατά κανόνα τις μεγάλες εμπορικές τράπεζες που βασίζονται στο δίκτυό τους για την άντληση ρευστότητας.

Η διαμόρφωση του υπάρχοντος καθεστώτος φορολόγησης προσόδων από κινητές αξίες έχει δημιουργήσει μια σειρά από προβλήματα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Εκτός αυτών που έχουν ήδη παρουσιασθεί, όπως η άνιση μεταχείριση κρατικών και μη τίτλων και η δημιουργία υποκατάστατων καταθέσεων, πρέπει να προστεθούν και αυτά που έχουν να κάνουν με την ερμηνεία των υφιστάμενων νόμων και την πολυπλοκότητα των διαδικασιών που συνεπάγονται.

Ειδικότερα, οι συχνές μεταβολές στο φορολογι-

κό καθεστώς, σε συνδυασμό με τις ποινές που αντιμετωπίζουν οι φορείς που παρακρατούν και καταβάλλουν το φόρο, όπως οι τράπεζες, έχουν αυξήσει το λειτουργικό κόστος που σχετίζεται με τις συναλλαγές κινητών αξιών. Το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στις συναλλαγές των τίτλων στη δευτερογενή αγορά και των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επίσης, ασάφειες που εξακολουθούν να υπάρχουν στο λογιστικό και φορολογικό καθεστώς εμποδίζουν τη δημιουργία και ανάπτυξη σύνθετων επενδυτικών προϊόντων.

Η επιβολή φόρου 7,5% επί των κρατικών τίτλων από τις αρχές του 1997 αποτέλεσε αφ' ενός ένα θετικό μέτρο για τη μερική άρση των ανισοτήτων στη φορολόγηση ομολόγων αλλά πρόσθεσε ένα ακόμη πρόβλημα στις λογιστικές υπηρεσίες των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, και ιδιαίτερα των τραπεζών που διακινούν δευτερογενώς το μεγαλύτερο μέρος των τίτλων αυτών. Όμως εκτός του φόρτου εργασίας λόγω του υπολογισμού δεδουλευμένων φόρων (βάσει των δεδουλευμένων τόκων κάθε τίτλου για όσες μέρες είναι στην κατοχή του φορολογούμενου), υπάρχει και το πρόβλημα της επιστροφής του φόρου για όσους κατοίκους εξωτερικού καλύπτονται από διμερείς συμβάσεις αποφυγής διπλής φορολόγησης. Στην περίπτωση αυτή, το υπάρχον θεσμικό καθεστώς δημιουργεί αρκετά προβλήματα στην οριστική επιστροφή του αναλογούντος φόρου.

Ενα άλλο ζήτημα, που προκύπτει από την πολυπλοκότητα των υφιστάμενων κανόνων φορολόγησης, είναι αυτό της δυσκολίας ανάπτυξης σύνθετων προϊόντων, πχ ομολόγων με αποδόσεις βασιζόμενες σε options συναλλάγματος ή άλλες ρήτρες. Στην περίπτωση αυτή, η δυσχέρεια λογιστικής αναγνώρισης του εισοδήματος που προκύπτει και της ταξινόμησής του είτε ως εισόδημα από κινητές αξίες (οπότε και φορολογείται σύμφωνα με τα ισχύοντα για τους τόκους ομολόγων) είτε ως συναλλαγματική διαφορά (όπου ισχύει φοροαπαλλαγή), δημιουργεί ασάφειες που με τη σειρά τους θέτουν εμπόδια στη δημιουργία και ανάπτυξη τέτοιων προϊόντων.

Στο επόμενο τμήμα του άρθρου θα επικεντρωθούμε σε δύο προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι φορολογικές αρχές στην Ελλάδα. Η πρώτη σχετίζεται με την εισαγωγή και ανάπτυξη των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων και η δεύτερη με τη συμμετοχή της Ελλάδας στη Νομισματική Ένωση.

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (derivatives) έκαναν την εμφάνισή τους στην ελληνική αγορά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, με την άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Όμως, η ανάπτυξη των εν λόγω αγορών καθυστέρησε σημαντικά λόγω της ανεπάρκειας του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου και ειδικότερα διαφόρων προβλημάτων φορολογικής, νομικής και λογιστικής φύσεως. Τα νομικά προβλήματα σχετίζονται με την αδυναμία του ελληνικού πτωχευτικού δικαίου να επιτρέψει το συμψηφισμό απαιτήσεων (netting) από συναλλαγές επί παραγώγων πριν από την ικανοποίηση άλλων απαιτήσεων επί της πτωχευτικής περιουσίας, γεγονός αντίθετο με τα διεθνή πρότυπα συμβάσεων τύπου ISDA master agreement. Από την άλλη πλευρά, τα λογιστικά ζητήματα που παραμένουν εκκρεμή είναι η τυποποίηση της διάκρισης πράξεων σε παράγωγα (δηλαδή trading book vs hedges), η αποτίμηση (fair value vs mark to market) και η μέθοδος απεικόνισης στον ισολογισμό.

Μέχρι πρόσφατα, αξιόλογη ανάπτυξη γνώρισαν μόνο η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (είτε για εμπορικούς σκοπούς είτε στα πλαίσια των πράξεων synthetic deposits), τα FX swaps στη διατραπεζική αγορά χρήματος και σε μικρότερο βαθμό τα options συναλλάγματος, τα interest rate swaps και τελευταία το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20. Η συντριπτική πλειοψηφία των derivatives είτε χρηματιστηριακών αγορών είτε over the counter εξακολουθούσαν να είναι ανύπαρκτα στην εγχώρια αγορά.

Τα δύο κύρια ζητήματα που απαίτησαν διασαφήνιση, ως προς το φορολογικό πλαίσιο, ήταν:

➤ η ταξινόμηση των προσόδων από τις συναλλα-

γές παραγώγων σε εισόδημα από κινητές αξίες ή εμπορικές επιχειρήσεις, και

➤ η επιβολή ή μη ΕΦΤΕ και τελών χαρτοσήμου στις συναλλαγές.

Τα προβλήματα αυτά ξεπεράστηκαν μερικώς με τις ρυθμίσεις του Ν.2459/97 με τον οποίο καθορίστηκε το βασικό πλαίσιο φορολόγησης εταιρειών, αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και ιδιωτών. Οι ρυθμίσεις αυτές προβλέπουν:

α) Για μεν τις επιχειρήσεις που τηρούν βιβλία γ' κατηγορίας, τα εισοδήματα που αποκτώνται από συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων χαρακτηρίζονται ως εισοδήματα από εμπορικές δραστηριότητες και φορολογούνται σύμφωνα με τις λοιπές διατάξεις του φορολογικού κώδικα στα καθαρά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως. Η πρακτική αυτή ακολουθείται ούτως ή άλλως στην πλειοψηφία των χωρών του ΟΟΣΑ.

β) Οι ΟΣΕΚΑ (αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεως χαρτοφυλακίου) φορολογούνται με σταθερό ποσοστό τρία επί τοις χιλίοις επί του notional amount των παραγώγων, που έχουν υπό την κατοχή τους.

γ) Για τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις που δεν τηρούν βιβλία γ' κατηγορίας, τα εισοδήματα, που αποκτώνται από συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, χαρακτηρίζονται ως εισοδήματα από κινητές αξίες και επιβάλλεται παρακράτηση 15% επί του καθαρού οφέλους με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης.

δ) Οι συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων απαλλάσσονται από ΕΦΤΕ και τέλη χαρτοσήμου.

Οι ρυθμίσεις αυτές, παρ' ότι αναμφίβολα αποτελούν βήμα προς τα εμπρός, έχουν αφήσει αρκετά προβλήματα άλυτα. Ενδεικτικά μπορούν να αναφερθούν τα παρακάτω:

α) Η παρακράτηση 15% επί της καθαρής ωφέλειας από συναλλαγές σε derivatives για ιδιώτες και εταιρείες, που δεν τηρούν βιβλία γ' κατηγορίας, συνεπάγεται συχνά την άνιση μεταχείριση παρα-

γώντων προϊόντων που χρησιμοποιούνται για σκοπούς κάλυψης κινδύνων ή τη φορολόγηση παραγώγων σε περίπτωση που το υποκείμενο στοιχείο είναι αφορολόγητο. Αυτό το τελευταίο στοιχείο είναι ιδιαίτερα σημαντικό αν αναλογισθεί κανείς την πρόσφατη εισαγωγή χρηματιστηριακών παραγώγων όπου, βάσει του νόμου, θα ισχύει το παράδοξο να φορολογείται η υπεραξία ενός option μετοχής ή δείκτη μετοχών την ίδια στιγμή που τα κεφαλαιακά κέρδη από τα ίδια προϊόντα παραμένουν αφορολόγητα.

β) Για όσες επιχειρήσεις προβλέπεται ο χαρακτηρισμός των εσόδων από παράγωγα ως αποτέλεσμα εμπορικών δραστηριοτήτων, επιτρέπεται η έκπτωση ζημιών για συναλλαγές που έγιναν με σκοπό την κάλυψη έναντι κινδύνων αλλά όχι για όσες έγιναν με σκοπό την κερδοσκοπία. Η ρύθμιση αυτή, παρ' ότι είναι δίκαιη για εμπορικές, βιομηχανικές και λοιπές επιχειρήσεις, επιβάλλει σε τράπεζες και εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) να φορολογούνται για κέρδη από κερδοσκοπικές ενέργειες χωρίς να μπορούν να συμψηφίζουν ενδεχόμενες ζημίες από τέτοιες συναλλαγές.

γ) Εκκρεμούν ακόμη μια σειρά υπουργικών αποφάσεων, με τις οποίες πρέπει να καθορίζεται ο ακριβής τρόπος φορολόγησης σε όσες περιπτώσεις ισχύει η παρακράτηση 15%, και το ποσό της καθαρής ωφέλειας επί του οποίου ο σχετικός συντελεστής θα εφαρμόζεται. Επιπλέον, το Υπουργείο Οικονομικών πρέπει να καθορίσει τα ακριβή στοιχεία που οφείλουν να υποβάλουν οι τράπεζες για τον έλεγχο των εταιρειών που κάνουν πράξεις σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Η νομική μορφή μιας συμφωνίας επηρεάζει σαφώς τη φορολογική της αντιμετώπιση και, κατά συνέπεια, διαφορετικοί τύποι συμφωνιών μπορεί να έχουν διαφορετικές φορολογικές συνέπειες ακόμη και αν καταλήγουν στα ίδια ακριβώς οικονομικά αποτελέσματα. Τα τριγωνικά δάνεια (back to back loans), παραδείγματος χάριν, συνεπάγονται πληρωμές επιτοκίου που μπορούν να θεωρηθούν ως τό-

κος, διότι έχει μεσολαβήσει ανταλλαγή κεφαλαίου. Οι πληρωμές όμως από swaps επιτοκίων, παρ' ότι παράγουν το ίδιο ακριβώς αποτέλεσμα, δεν θεωρούνται ως τόκος διότι δεν έχει προηγηθεί ανταλλαγή κεφαλαίων.

Παράλληλα, σημαντικές διαφορές υφίστανται και από το ποιος διενεργεί μια συναλλαγή, αν δηλαδή είναι νομικό ή φυσικό πρόσωπο, αν είναι τράπεζα ή αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, αν μια τράπεζα αποκομίσει κέρδη από μια συναλλαγή interest rate swap 5ετούς διάρκειας τότε θα φορολογηθεί σύμφωνα με το συντελεστή που εφαρμόζεται στα κέρδη της προς διανομή (και χωρίς να έχει δικαίωμα να συμψηφίσει ενδεχόμενες ζημιές από τέτοιου είδους πράξεις). Αν όμως η ίδια συναλλαγή γίνει από αμοιβαίο κεφάλαιο, τότε θα φορολογηθεί ανεξαρτήτως ζημίας ή κέρδους με ποσοστό 3 επί τοις χιλίοις επί του notional amount του υποκείμενου εργαλείου (δηλαδή του πλασματικού κεφαλαίου επί του οποίου ανταλλάσσονται τόκοι μέσω swap). Τέλος, αν η πράξη γίνει από ιδιώτη, τότε σε περίπτωση κερδών θα επιβληθεί φορολογία 15% επί της καθαρής ωφέλειας από τη συναλλαγή, χωρίς δυνατότητα συμψηφισμού της ζημίας που ενδεχομένως προκύψει σε κάποια άλλη οικονομική χρήση κατά τη διάρκεια της 5ετίας του swap.

Τα παραπάνω παραδείγματα έχουν αναδείξει μερικά από τα προβλήματα και δυσκολίες στη φορολογία των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι τα προβλήματα δημιουργούνται από το γεγονός ότι το φορολογικό σύστημα αναγνωρίζει μεμονωμένες συναλλαγές, πχ προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος, που προσπαθεί να εντάξει σε μία από τις γνωστές κατηγορίες εισοδήματος του κώδικα φορολογίας εισοδήματος και ότι τα κέρδη υπεραξίας υπόκεινται σε φορολόγηση όταν πραγματοποιούνται. Το ιδανικό φορολογικό σύστημα θα έπρεπε να μπορεί να διακρίνει την “ουσία” της κάθε συναλλαγής και όχι τον “τύπο” της (substance over form).

Η αναγνώριση μεμονωμένων συναλλαγών δημιουργεί το πρόβλημα ότι πρέπει να διευκρινι-

σθεί αν πρόκειται για συναλλαγές εσόδου ή κεφαλαίου. Ο διαχωρισμός αυτός έχει σημασία διότι σε πολλά φορολογικά συστήματα επιφυλάσσεται διαφορετική μεταχείριση στα κέρδη ή ζημιές κεφαλαίου από τα έσοδα ή ζημιές που εντάσσονται στην κατηγορία των εσόδων. Επιπλέον για την κατηγορία των εσόδων πρέπει να διευκρινισθεί αν σχετίζονται με την επιχειρηματική δραστηριότητα, οπότε επιτρέπεται η έκπτωση των ζημιών ή ανήκουν στην κατηγορία των λοιπών εσόδων, όπου η έκπτωση δεν είναι δυνατή. Κρίσιμη παράμετρο γι' αυτή την τελευταία διάκριση αποτελεί ο χαρακτηρισμός του παραγώγου ως πράξης κάλυψης ενός κινδύνου ή ως κερδοσκοπικής τοποθέτησης. Επιπρόσθετα προβλήματα δημιουργούνται στην περίπτωση της επιβολής φόρου παρακράτησης στις διασυνοριακές συναλλαγές. Η αδυναμία αναγνώρισης των πληρωμών από τις συμβάσεις των παραγώγων προϊόντων ως τόκων ή μερισμάτων, δεδομένου ότι δεν έχει προηγηθεί μεταβίβαση κεφαλαίου, έχει οδηγήσει πολλές χώρες στην εξαίρεσή τους από την επιβολή φόρου παρακράτησης. Αλλα προβλήματα που δημιουργούνται αφορούν την “ένταξη” σε μια φορολογική κατηγορία κάθε νέου παραγώγου προϊόντος που δημιουργείται

Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί δύο τρόποι – διατηρώντας τη φιλοσοφία των υπαρχόντων φορολογικών συστημάτων – για την αντιμετώπιση του προβλήματος του ορισμού του εισοδήματος που τα παράγωγα προϊόντα δημιουργούν. Ο πρώτος προτείνει την αποσύνθεση (unbundling) του κάθε παραγώγου προϊόντος στις επιμέρους συναλλαγές που το συνθέτουν και τη φορολόγηση κάθε μιας εξ αυτών χωριστά. Για παράδειγμα μια μετατρέψιμη ομολογία σε μετοχή (convertible) μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελείται από ένα zero-coupon ομόλογο και ένα δικαίωμα (option) αγοράς μετοχής. Τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι ότι:

➤ δεν υπάρχει ένας μοναδικός τρόπος διαχωρισμού των επιμέρους συναλλαγών που συνθέτουν ένα παράγωγο προϊόν,

➤ η αποτίμηση των επιμέρους συναλλαγών δεν είναι πάντα δυνατή, αν παρόμοια προϊόντα δεν υπάρχουν στην κεφαλαιαγορά,

➤ υπάρχει το ενδεχόμενο συνέργειας, δηλαδή η αξία του παραγώγου προϊόντος να είναι υψηλότερη από το άθροισμα των επιμέρους συναλλαγών που το συνθέτουν.

Ο δεύτερος τρόπος που έχει προταθεί προτείνει το άθροισμα (aggregation) επιμέρους συναλλαγών που οδηγεί στην αντιστάθμιση διαφορετικών “θέσεων”, πχ χαρτοφυλάκιο μετοχών και η πώληση μελλοντικών συμβολαίων σε δείκτη μετοχών, αντιμετωπίζεται σαν μια θέση. Υπάρχουν χώρες, όπως για παράδειγμα η Μ. Βρετανία και οι ΗΠΑ, που έχουν θεσπίσει ειδικούς κανόνες για τη φορολόγηση αντισταθμισμένων θέσεων σε αντιδιαστολή με την περίπτωση της κερδοσκοπίας. Έτσι, οι αντιστοιχισμένες θέσεις θεωρούνται γενικά ότι είναι συναλλαγές εσόδου – οπότε οι δαπάνες εκπίπτουν – ενώ οι κερδοσκοπικές, συναλλαγές κεφαλαίου. Βέβαια, αν θεωρήσουμε ότι μία θέση σε παράγωγα αντισταθμίζει τον κίνδυνο από ένα περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση, τότε πρέπει να έχουμε μία άποψη για το πόσο στενή πρέπει να είναι η συσχέτιση ανάμεσα στα έσοδα του παραγώγου προϊόντος και του υποκείμενου μέσου έτσι ώστε να ισχυρισθούμε ότι υπάρχει αντιστάθμιση κινδύνου και όχι κερδοσκοπία.

Τα κίνητρα για το φορολογικό arbitrage πηγάζουν από τρία χαρακτηριστικά του φορολογικού συστήματος: α) την επιβολή χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών στην υπεραξία από ό,τι στους τόκους και τα μερίσματα, β) η φορολογική υποχρέωση προκύπτει μόνο σε πραγματοποιηθέντα κέρδη και γ) είναι περιορισμένη η δυνατότητα έκπτωσης ζημιών. Ένας τρόπος αντιμετώπισης των προβλημάτων που δημιουργούνται θα ήταν να υπόκειντο σε φορολόγηση οι μεταβολές της αξίας του κάθε χρεογράφου ή χρηματοοικονομικού προϊόντος γενικότερα, σε συγκεκριμένη περίοδο. Αυτό προϋποθέτει ότι αποτιμάται κάθε προϊόν στην αρχή και το τέλος της κάθε περιόδου και τα

κέρδη ή ζημιές έχουν την ίδια φορολογική μεταχείριση. Η μέθοδος αυτή είναι γνωστή σαν “marking-to-market” και εφαρμόζεται από πολλά πιστωτικά ιδρύματα σαν μηχανισμός “εσωτερικής” αποτίμησης των θέσεων τους. Παρ’ όλα τα σημαντικά πλεονεκτήματα όμως, η μέθοδος αυτή παρουσιάζει και κάποια προβλήματα, όπως:

➤ δυσκολία εφαρμογής από “μικρούς” ιδιώτες επενδυτές,

➤ περίπτωση προϊόντων που δεν αποτιμώνται στην αγορά,

➤ δημιουργία προβλημάτων ρευστότητας σε επενδυτές όταν πρέπει να καταβληθούν φόροι σε μη πραγματοποιηθέντα κέρδη,

➤ σε περιπτώσεις μεγάλης κίνησης των “λογαριασμών” θα πρέπει να ακολουθούνται μέθοδοι αποτίμησης όπως L.I.F.O. (last in first out) ή F.I.F.O. (first in first out).

Ένας άλλος τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος θα ήταν η φορολόγηση κατά τη ρευστοποίηση, όπου όμως γίνεται επιμερισμός των κερδών (και ζημιών) για όλη την περίοδο της επένδυσης. Η μέθοδος αυτή είναι ίσως προτιμότερη για μορφές επένδυσης που δεν έχουν καθημερινή αποτίμηση και για ιδιώτες επενδυτές που το “marking to market” δημιουργεί μεγάλο κόστος εφαρμογής. Ο επιμερισμός μπορεί να γίνεται ex-ante, όπου η διαδικασία δημιουργίας των κερδών είναι γνωστή, πχ zero coupon bonds, ή ex-post στις υπόλοιπες περιπτώσεις. Η φορολογική υποχρέωση που προέκυψε σε κέρδη που πραγματοποιήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους ανάγεται εντόκως στην περίοδο της ρευστοποίησης έτσι ώστε να εξαιρεθεί το κίνητρο αναβολής ρευστοποίησης των κερδών.

Το πρόβλημα του σχεδιασμού της φορολογικής πολιτικής για τις προσόδους από κινητές αξίες αποκτά ιδιαίτερη σημασία στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης που στοχεύει στη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς. Ήδη από τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας έχει αρχίσει μία συζήτηση για το αν η σύγκλιση των φορολογικών συστημάτων των χωρών μελών της ΕΕ, σε επιθυμητό επίπεδο των φο-

ρολογικών συντελεστών, θα επιτυγχάνονταν καλύτερα μέσω του φορολογικού ανταγωνισμού ή μέσω της φορολογικής εναρμόνισης/ενοποίησης. Η διερεύνηση του παραπάνω προβλήματος προϋποθέτει ότι η υπάρχουσα εναρμόνιση των φορολογικών συστημάτων είναι ανεπαρκής. Για το σκοπό αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνέστησε το 1990 την επιτροπή Ruding με στόχο να εξετάσει αν μπορούν να ληφθούν χρήσιμα μέτρα σε επίπεδο ΕΕ προκειμένου να μειωθούν οι στρεβλώσεις που προκαλούνται από τα φορολογικά συστήματα των χωρών μελών στις διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες εντός της ΕΕ. Η επιτροπή ολοκλήρωσε το έργο της το 1992, οπότε υπέβαλε και την ομώνυμη έκθεση.

Η επιτροπή κλήθηκε να εξετάσει τρία θέματα. Το πρώτο αφορούσε τις διαφορές στους φορολογικούς κανόνες ανάμεσα στις χώρες μέλη. Η έρευνα αποκάλυψε σημαντικότερες διαφορές στους συντελεστές φορολόγησης, στον ορισμό της φορολογικής βάσης, στις μεθόδους κοστολόγησης, στις διατάξεις για την αποφυγή διπλής φορολόγησης από δύο ή περισσότερα κράτη μέλη κλπ. Σημαντική επίσης είναι η διαφορά που αφορά τον τρόπο φορολόγησης των διανεμομένων κερδών, όπου άλλες χώρες προβλέπουν για την ελάφρυνσή τους και άλλες όχι. Αισθητή είναι και η διαφορετική σπουδαιότητα των φορολογικών κινήτρων σε κάθε χώρα. Όπως επίσης και η έκταση που τα διάφορα κράτη μέλη βασίζονται στους φόρους παρακράτησης για τη φορολόγηση του εισοδήματος και κερδών. Το δεύτερο θέμα σχετιζόταν με το ερώτημα αν οι παραπάνω διαφορές προκαλούσαν σημαντικές φορολογικές στρεβλώσεις ανάμεσα στα κράτη μέλη. Σύμφωνα με την έκθεση οι ενδείξεις υπέρ της πρόκλησης στρεβλώσεων ήταν καταλυτικές. Το κόστος κεφαλαίου διέφερε σημαντικά σε κάθε χώρα ανάλογα με τις διαφορές στους φορολογικούς κανόνες, τα επιτόκια και τις διαφορές στον πληθωρισμό. Στρεβλώσεις παρατηρούνται στον τρόπο χρηματοδότησης των επενδύσεων, στον τύπο και την ποσότητα των πραγματοποιού-

μενων επενδύσεων. Όλα τα μέλη επιβάλλουν εντονότερη φορολόγηση στις επενδύσεις που αναλαμβάνονται από αλλοδαπές επιχειρήσεις ενώ και οι διασυννοριακές επενδύσεις στην ΕΕ αντιμετωπίζονται διαφορετικά από κάθε κράτος μέλος. Όλες αυτές οι διαφορές αποκτούν ιδιαίτερη σημασία για τις δραστηριότητες που μπορούν να μετεγκατασταθούν εύκολα, όπως για παράδειγμα οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Η σημασία του φορολογικού παράγοντα στην κατανομή των επενδύσεων επιβεβαιώθηκε και από τις απαντήσεις σε σχετική δημοσκόπηση που πραγματοποίησε η επιτροπή σε επιχειρηματίες. Το τρίτο θέμα που κλήθηκε να αντιμετωπίσει η επιτροπή αφορούσε το ερώτημα αν έπρεπε να αναληφθεί κοινοτική δράση για την αντιμετώπιση του προβλήματος ή έπρεπε η σύγκλιση να προέλθει μέσω του φορολογικού ανταγωνισμού. Η μελέτη κατέδειξε ότι η διαχρονική μείωση των διαφορών των φορολογικών επιβαρύνσεων προήλθε από τη σύγκλιση των επιτοκίων και του πληθωρισμού ανάμεσα στις χώρες μέλη. Κατά συνέπεια προκύπτει ότι υπάρχει περιθώριο για κοινοτική δράση η οποία βρίσκει υποστήριξη και από πολλούς επιχειρηματίες.

Οι προτάσεις της επιτροπής Ruding διαμορφώθηκαν κάτω από μια σειρά περιορισμούς. Πρώτον, οι εθνικές κυβερνήσεις επιθυμούν όσο το δυνατό μεγαλύτερη αυτονομία στην επιβολή των άμεσων φόρων. Δεύτερον, ότι η φορολόγηση των εισοδημάτων σε επίπεδο φυσικών προσώπων ήταν έξω από τις αρμοδιότητες της επιτροπής. Τρίτον, σε θεσμικούς περιορισμούς, όπως η απαίτηση για ομοφωνία στη λήψη αποφάσεων από το Συμβούλιο υπουργών. Οι προτάσεις της επιτροπής καλούσαν, μεταξύ άλλων, για την υιοθέτηση ορίων για τους φορολογικούς συντελεστές των κερδών, ελάχιστων κανόνων για τον ορισμό της φορολογικής βάσης, έτσι ώστε να αποτραπεί ο φορολογικός ανταγωνισμός των κρατών για την προσέλκυση επενδύσεων. Για τους συντελεστές φορολόγησης προτάθηκε η θέσπιση ενός κατώτατου (30%) και ενός ανώτατου (40%) ορίου. Όσον αφορά τη φορολογική βάση, η επιτρο-

πή έκανε προτάσεις για ένα πλήθος θεμάτων, όπως: τα συστήματα αποσβέσεων, τις φορολογικές εκπτώσεις, τη μεταχείριση των ζημιών, τις λογιστικές πρακτικές κλπ. Για το σύστημα φορολόγησης των επιχειρήσεων η επιτροπή πρότεινε την υιοθέτηση ενός κοινού συστήματος με την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Το μόνο, ως τώρα, πρακτικό αποτέλεσμα των συμπερασμάτων και προτάσεων της επιτροπής ήταν η αποδοχή δύο οδηγιών για τις διασυνοριακές συναλλαγές των πολυεθνικών επιχειρήσεων.

Στη θεωρία του άριστου φορολογικού σχεδιασμού είναι γνωστό ότι κάτω από καθεστώς ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων διεθνώς και μη ύπαρξης πίστωσης για φόρους καταβληθέντες στο εξωτερικό, η φορολογική πολιτική που μεγιστοποιεί την ευημερία μιας “μικρής” χώρας πρέπει να συνίσταται στην αποδοχή της αρχής της παγκοσμιότητας και στην απαλλαγή από φόρους των ξένων επενδύσεων. Αν μια χώρα επιβάλει φορολογία στην πηγή του εισοδήματος, το μόνο που θα καταφέρει θα είναι να αυξήσει το κόστος κεφαλαίου πάνω από το εξωγενώς προσδιορισμένο επίπεδο των επιτοκίων με συνέπεια τη μείωση των ξένων επενδύσεων στη χώρα. Βασική προϋπόθεση για να έχει ισχύ το παραπάνω συμπέρασμα είναι ότι η κάθε χώρα μπορεί να εξακριβώσει το εισόδημα που δημιουργείται από τους πολίτες της στο εξωτερικό. Σε αυτό το περιβάλλον η μόνη μορφή συνεργασίας που απαιτείται είναι η ανταλλαγή πληροφοριών ανάμεσα στις χώρες για την εξακρίβωση του διεθνώς πραγματοποιηθέντος ύψους εισοδήματος για κάθε φορολογούμενο. Επίσης, η κάθε χώρα θα επιβάλλει εκείνο το ύψος φόρων στα κέρδη κεφαλαίου των πολιτών της που θα ελαχιστοποιεί τις επιπτώσεις στην αποταμιευτική τους συμπεριφορά, όπως και στην επιλογή ανάμεσα σε εργασία και ανάπαυση (labor vs leisure). Κατά συνέπεια, η προσπάθεια εναρμόνισης των φορολογικών συστημάτων στις χώρες της ΕΕ θα συνεπάγεται μια χειροτέρευση της ευημερίας όλων των χωρών.

Στην περίπτωση που μια χώρα δεν μπορεί να

εξακριβώσει το εισόδημα που δημιουργείται από τους πολίτες της στο εξωτερικό, η άριστη πολιτική, σε καθεστώς ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων, θα είναι η εξάλειψη των φόρων στο κεφάλαιο. Αν η χώρα επιχειρήσει να φορολογήσει το κεφάλαιο, τότε αυτό θα συγκεντρωθεί σε χώρες χαρακτηριζόμενες σαν φορολογικοί παράδεισοι (tax heavens). Άρα η μόνη πηγή φορολογικών εσόδων θα είναι εκείνη που επιβάλλεται σε μη ευκίνητους (immobile) φορολογικούς συντελεστές (πχ στην εργασία).

Τα συμπεράσματα από την παραπάνω θεωρητική προσέγγιση επαληθεύονται σε μεγάλο βαθμό για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου που δείχνουν μεγάλη ευαισθησία στις διαφορές στη φορολογική τους επιβάρυνση από τη μία χώρα στην άλλη. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις, από την άλλη μεριά, εξαρτώνται και από άλλους παράγοντες – πλην της φορολογίας – έτσι ώστε η ευαισθησία τους στις φορολογικές μεταβολές να είναι μικρότερη. Βέβαια, η δυνατότητα που έχουν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις εμφάνισης των κερδών σε χώρες χαρακτηριζόμενες σαν φορολογικοί παράδεισοι, μέσω μηχανισμών, όπως η τιμολόγηση των ενδο-επιχειρησιακών συναλλαγών (transfer pricing), καθιστά τα φορολογικά έσοδα που πληρώνουν πολύ ευαίσθητα στο ύψος των φορολογικών συντελεστών στα κέρδη.

