

# Opinión

## Conductismo fiscal, ahorro e inversión

**D**iciembre es el mes que los contribuyentes utilizan para ajustar la factura fiscal, con movimientos en sus rentas y en sus inversiones. España dispone de una de las más bajas proporciones de ahorro y de inversión financiera por la tradicional relación de sus habitantes con la economía y solo los instrumentos fiscales han movilizad las decisiones más trascendentales en las últimas décadas, y siguen haciéndolo en la actualidad. En un país cuyas arcas públicas ingresan el 38% de lo que se produce existe margen suficiente para practicar conductismo fiscal, para condicionar las decisiones de inversión de los contribuyentes con estímulos al ahorro a largo plazo o a capitalizar determinados activos de la economía.

Durante varios años España vivió embobada en las deducciones por la compra de hasta la tercera vivienda, hasta que la presión de la UE y la incapacidad financiera para soportarlas aconsejaron eliminar, en 2013, los incentivos fiscales a la adquisición de casas, que tanto habían contribuido a generar una descomunal burbuja inmobiliaria, de

crédito y de deudas de la que todavía hoy nos estamos resarcendo. Salvo determinadas desgravaciones en algunas autonomías a la formación de los hijos o la compra de participaciones en nuevas empresas cotizadas, el activismo fiscal se centra en el fomento del ahorro a largo plazo, con deducciones muy elevadas en la capitalización de fondos de pensiones y en cierta neutralidad del tratamiento de las ganancias y pérdidas patrimoniales. Seguramente volcar los estímulos tributarios en la capitalización de proyectos de tecnología e innovación, además de la formación en idiomas a nivel nacional, y más allá de lo ya existente en el impuesto sobre beneficios de las sociedades, es lo que la economía precisa para construir un modelo productivo que pueda competir con las economías del conocimiento y los países manufactureros más adelantados del mundo. Pero por ahora, ahorro a largo y neutralidad patrimonial.

Por ello diciembre se ha convertido en el verdadero mes en el que los contribuyentes hacen equilibrios con sus inversiones para construir una liquidación con Hacienda ajustada a sus deseos. Realizan plusvalías y minusvalías en operaciones paralelas, ya sean de viviendas, fondos de inversión o acciones; ceban fondos de pensiones, o cobran con formatos elusivos determinados dividendos de cotizadas para minimizar el cargo tributario. Más allá del oxígeno tributario que proporcionan las aportaciones a la previsión del futuro, los inversores deben mirar por encima de la liquidación del IRPF de la próxima primavera y considerar que las circunstancias demográficas y económicas aconsejan buscar alternativas que complementen las prestaciones públicas. Y para ello hay varias herramientas en la normativa fiscal al alcance de todos, independientemente de los niveles de renta de cada cual.

## El comercio crece cuando está abierto

**A** la hora de hablar de las siempre bienvenidas libertades, la de horarios comerciales parece no haber entrado en el reparto. Existe un profundo y carpetovetónico convencimiento en ciertos ámbitos políticos y sociales de que la libertad de horarios de las tiendas es un ancestral enemigo portador de males sin cuento para el trabajador, que inevitablemente acabará no solo con sus posibilidades de conciliación sino hasta con su salud. El problema es que lejos de fijarse en la realidad social, ese pensamiento está ganando adeptos en los centros de decisión política de las autonomías. Existe una generalizada tendencia entre estas a restringir la libertad de horarios en el comercio que, con acierto, impulsó el PP en 2012 con el salvoconducto que permitía la normativa para eliminar restricciones en las zonas turísticas. Con los cambios de poder político a nivel regional se está desandando gran parte del camino para limitar la libertad de apertura de las tiendas. Así se llega al absurdo de afluencia de clientes, a menudo turistas, con intención de hacer compras –y generar negocio, riqueza y empleo– sin tener dónde. El proteccionismo, esa tentación tan constante como ineficiente, es aún peor cuando parte de un diagnóstico erróneo. Pero en plena explosión del comercio online y sin fronteras roza la irresponsabilidad, además del ridículo.

## 'Direct lending' frente a banca tradicional



**FRANCESC PADILLA**  
ANALISTA DE INVERSIONES  
Y SOCIO DE ESVALLOR

**A**ctualmente ya existen operadores de *direct lending* cuyas soluciones de financiación no bancaria compiten de tít a tít con la banca. La nueva oferta que se está desarrollando en España, si bien siempre se ha presentado como un complemento a la financiación tradicional, en la práctica está produciendo un efecto real de sustitución en las fuentes de financiación empresarial en detrimento de la banca, que asume una leve pero progresiva pérdida de cuota de mercado en este segmento.

¿Por qué el mercado está ya ofreciendo soluciones de financiación tan o más competitivas que la banca? Algunas razones tienen el origen en las propias entidades tradicionales. La primera tiene que ver con la capacidad crediticia. La banca es la principal acumuladora y depositaria de liquidez del mercado, pero su capacidad de conceder crédito está condicionada por sus elevados índices de morosidad y las exigencias de solvencia y provisiones que marca la normativa bancaria a nivel europeo. En segundo lugar, si bien la banca tiene la capacidad de financiarse a precios muy bajos, sus estructuras le obligan a compensar el

crédito *barato* con la contratación de otros servicios y vinculaciones que le permitan alcanzar rentabilidades anuales por cliente del 7% en adelante. En tercer lugar, la banca, pese a tener una capacidad comercial muy extensa, tiene una operativa de servicios que todavía no está adaptada a las necesidades y dinámicas del mercado. Y un cuarto y último elemento propio es que la banca mantiene un estudio del riesgo basado en *scorings* cuya información de análisis procede de las cuentas históricas de las sociedades. Algo necesario pero que no permite visibilizar la situación del presente y futuro inmediato de las compañías.

Además de los factores con origen en la propia banca hay que añadir el salto tecnológico que permite el desarrollo de modelos de negocio basados en la oferta de servicios financieros con estructuras mucho más pequeñas, eficientes y flexibles, y la situación de los mercados de capitales, donde existe volatilidad y es complicado encontrar productos atractivos en términos de rentabilidad y riesgo. Todo ello empuja capital hacia formas de inversión alternativa, que se fijan en la deuda de empresas solventes no cotizadas como un

producto interesante. Es un activo que ofrece seguridad; baja o nula volatilidad; decorrelación con los vaivenes de los mercados financieros; rentabilidad atractiva y una liquidez razonable.

Ante este escenario, identificamos cuatro elementos que explican por qué la nueva oferta de financiación resulta más competitiva y atractiva. El proceso de contratación de sus soluciones (transmisión, documentación, estudio, respuesta y formalización) suele ser más ágil y menos farragoso. La relación que se establece entre las partes es solo de prestamista-prestatario, sin la necesidad de contratar otros productos ni exigir vinculaciones previas o posteriores. En ciertos casos, la financiación no bancaria permite estructuras de financiación más flexibles en términos de importes, plazos y formas de reembolso del capital. Y un último elemento es que las condiciones de financiación son claras y transparentes y se adaptan al alza o a la baja en función de la solvencia de la compañía financiada.

Si hablamos de financiación de las ventosas, podemos presentar algunos ejemplos ilustrativos. Existen entidades especializadas en el *factoring* sin recurso que ofrecen un servicio y ope-

“Esta financiación no requiere una vinculación previa, la apertura de cuentas o contratación de otros productos”

rativa de calidad, además de condiciones competitivas en términos de precios y volúmenes. En la financiación de inversiones, el *renting* industrial y tecnológico permite la entrada de operadores no necesariamente bancarios, especializados en el análisis de los activos, que ponen en valor el bien financiado, ofreciendo no solo precios y plazos competitivos, sino también soluciones que la banca no siempre puede ofrecer. Por último, en la financiación de desarrollo de negocio existen fondos que permiten la financiación de planes de crecimiento con plazos de reembolso del capital de hasta siete años y periodos de carencia del capital e intereses muy flexibles que pueden alcanzar los dos, tres o cinco años sin necesidad de vincular garantías.

Y todo ello remarcando que en ninguno de los casos descritos se requiere una vinculación previa ni la apertura de cuentas ni la contratación de otros productos, lo cual incrementa su atractivo. Estamos pues ante una nueva situación de mercado en la que los operadores de *direct lending* deberán seguir desarrollándose y la banca tiene la oportunidad para actualizarse y seguir mejorando su oferta de servicios.