

# ¿Por qué la inversión y los mercados de capitales crecen en Suecia?

Ideas y propuestas para aplicar en España



## ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. La economía y las empresas suecas en contexto.....	4
2. Mercados de acciones para todo tipo de empresas .....	5
3. Inversores minoristas: muchos y activos.....	5
4. Una creciente educación financiera .....	6
5. Iniciativas financieras y fiscales para promover la inversión.....	7
6. La cuenta de ahorro ISK, un ejemplo de éxito a imitar.....	8
7. Un sistema de pensiones diverso que se apoya en los mercados de capitales.....	10
7.1 Las pensiones premium.....	10
7.2 Ahorro previsional individual .....	10
7.3 Fondos unit-linked .....	10
8. Las compañías de seguros, también un papel vital.....	10
9. Financiación de las PYMEs a través de la Bolsa .....	10
Entrevista con Fredrik Bonthron, economista jefe de la Asociación Sueca de Mercados de Capitales.....	12



En un momento en el que Europa parece movilizar todos sus recursos e ingenio para dar con una fórmula que consiga reconducir el tamaño y la actividad de sus mercados de capitales a niveles competitivos que apoyen el crecimiento de sus empresas, su economía y su presencia internacional, Suecia destaca ya desde hace años por tener un ecosistema económico y financiero dónde sus mercados de capitales impulsan y apoyan el crecimiento y la productividad de sus empresas de manera clara y sostenida.

En los últimos 10 años, cerca de 500 empresas ha realizado una salida a Bolsa (IPO) en los mercados bursátiles de Suecia, una cifra que supera la suma de incorporaciones de este tipo en las Bolsas de Francia, Alemania, Países Bajos y España. Los mercados suecos destacan por la cotización de muchas empresas. Un 90% de las compañías presentes en el mercado tienen una capitalización por debajo de los 1.000 millones de dólares.

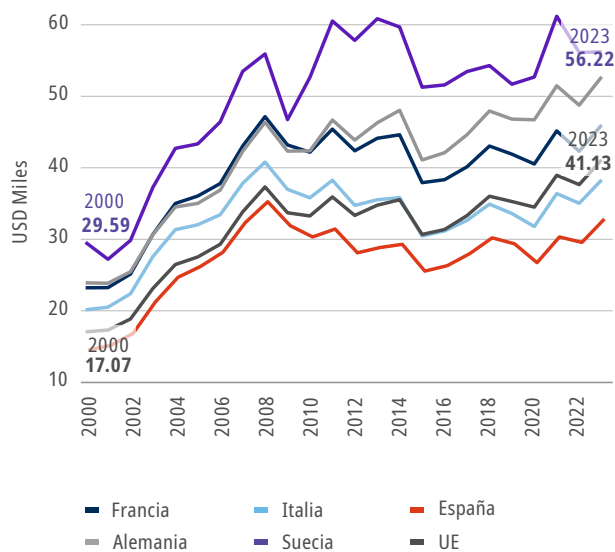
¿Qué factores y medidas han contribuido al éxito de los mercados de acciones en Suecia y al aumento de la inversión empresarial? En este escueto resumen se analizan algunos de los factores que han contribuido a ello con especial hincapié en aquellos programas que constituyen un incentivo a la inversión en acciones y fondos, cotizados y no cotizados, que invierten en acciones, así como la potenciación de un nivel creciente de cultura financiera entre amplias capas de la sociedad.

**Emilio Gamarra y Lucy Seiler**  
Servicio de Estudios, BME

## 1. La economía y las empresas suecas en contexto

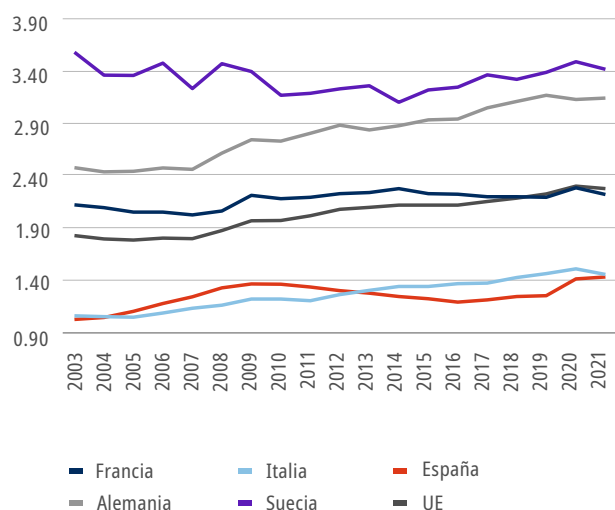
En lo que va de siglo, la economía sueca ha conseguido mantener un Producto Interior Bruto per cápita superior a la media de la Unión Europea (UE) y a las cuatro principales economías de la Eurozona.

PIB per Capita



Un factor destacado que ha contribuido a esta positiva evolución es el gasto en investigación y desarrollo (I+D) que en términos de porcentaje sobre PIB se mantiene de forma sostenida por encima de la UE y las grandes economías del área. Por ejemplo, en 2023 en el país nórdico la inversión en I+D en términos de PIB fue del 3,4%, mientras que la media de la UE se situó en el 2,2%.

Gasto en I+D (% del PIB)



En cuanto a la estructura de su tejido empresarial en 2022 Suecia contaba con 1,1 millones de empresas, de las cuales solo el 0,2% eran grandes corporaciones con más de 250 empleados. El resto eran pequeñas y medianas empresas (PYME) que empleaban entre 0 y 249 empleados. Las microempresas (0-9 empleados) eran el grupo más dominante, representando el 96% de todas las empresas, aunque solo aportaban el 15% del valor añadido y el 20% del empleo total.

A pesar de que las grandes corporaciones constituían menos del 1% de todas las empresas, aportaban más del 50% del valor añadido y empleaban al 41% de toda la fuerza laboral. Las PYME, por su parte, eran vitales para la economía sueca, aportando el 50% del valor añadido y empleando a casi el 60% de la fuerza laboral.

Entorno de Pymes 2022

Nº empleados	Nº Empresas	Empresas (%)	Valor Añadido (%)	Empleados (%)
<b>Pymes (1-250)</b>	1,027,895	99.9%	52%	58%
<b>Micro (0-9)</b>	990,821	96%	15%	20%
<b>Pequeñas (10-49)</b>	31,214	3%	15%	19%
<b>Medianas (50-249)</b>	5,860	0.6%	19%	18%
<b>Grandes (+250)</b>	1,358	0.2%	51%	42%

Fuente: Instituto Sueco de Estadísticas

En la última década, entre 2012 y 2022, el número de empresas medianas creció un 18% y el de grandes empresas un 35%, mientras que el número de pequeñas empresas se mantuvo relativamente estable.

## 2. Mercados de acciones para todo tipo de empresas

Suecia tiene un mercado de capitales relevante y próspero en relación al tamaño de su economía. Esta característica es especialmente notable en el alto número de empresas que cotizan en el segmento de crecimiento de su Bolsa, el Nasdaq First North Growth Market. En general podemos decir que Suecia no tiene una “crisis” en cuanto al número de empresas cotizadas. Muchas PYME deciden cotizar en Estocolmo.

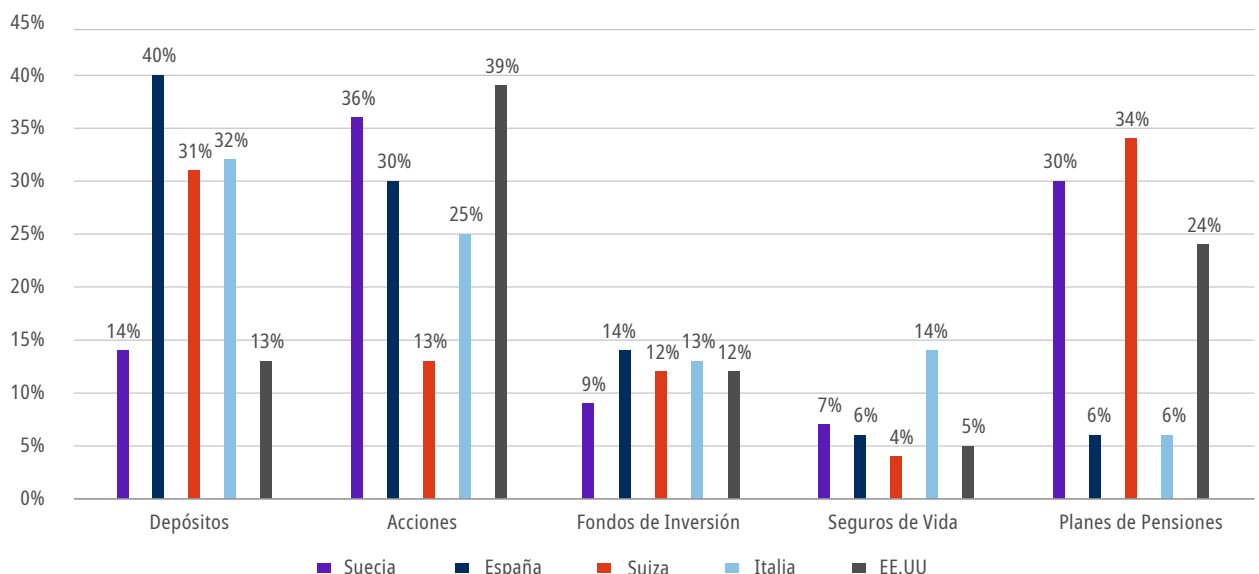
La evolución de los últimos años y la situación actual en Suecia contrasta con el resto de Europa, que trata de frenar la caída del número de empresas cotizadas y el volumen de actividad de sus mercados de capitales. ¿Por qué Suecia tiene éxito en este terreno? Este documento lo atribuye en gran parte al amplio grupo de inversores minoristas que directamente o a través de fondos de inversión y de pensiones participan en sus mercados apoyados por esquemas de ahorro e inversión que lo favorecen, a la alta participación de las compañías de seguros, y a la educación financiera de sus ciudadanos, producto de una larga trayectoria de fomento del ahorro y la inversión.

## 3. Inversores minoristas: muchos y activos

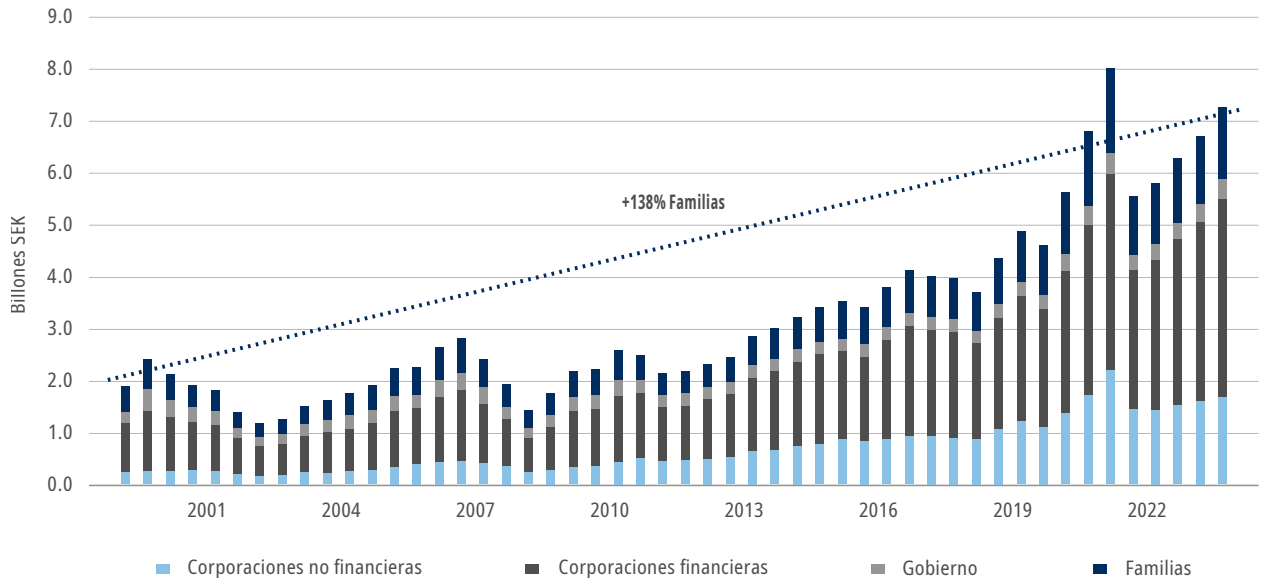
Suecia ha visto un crecimiento significativo en la cantidad de inversores minoristas debido a incentivos fiscales y diferentes iniciativas desde la década de 1980. Estas políticas parece que han ido educando la mentalidad de la sociedad respecto al uso del dinero orientado al gasto dando importancia al ahorro y, además, alentando a los ciudadanos a invertir en acciones y fondos en lugar de depósitos. Actualmente, los ahorros de la población ascienden a aproximadamente 1,6 billones SEK (unos 1,45 billones de euros).

Las carteras financieras de los hogares suecos han cambiado notablemente en pocas décadas. La proporción de depósitos en las carteras financieras de los hogares ha disminuido desde niveles cercanos al 40% al 14% en 2022, mientras que los ahorros destinados a seguros y pensiones han aumentado del 19% al 37% y la inversión directa de las familias en acciones se eleva hasta el 36% siendo casi un 20% cotizadas. En España, en 2022, el 40% del dinero estaba en depósitos bancarios y solo el 12% asignado a pólizas de seguros de vida y fondos de pensiones. Las acciones en cartera representaban en España el 30% del ahorro financiero familiar y más de la mitad de esta cantidad son acciones no cotizadas.

Composición de los activos financieros de las familias (2022)



**Propiedad de acciones de compañías cotizadas en el Mercado Sueco**



En Suecia, en las últimas dos décadas, el importe de ahorro financiero que las familias tienen en acciones cotizadas ha crecido un 138% hasta colocarlas como tenedoras del 20% del valor total de las acciones de empresas cotizadas en Suecia. Un 70% de estos propietarios tienen más de 55 años.

Hace 15 años el grupo de propietarios de acciones cotizadas más relevante se situaba entre los 55 y los 64 años. Probablemente estos han mantenido sus carteras y hoy son el grupo de mayores de 75 años los que detentan mayores propiedades de acciones. El sistema sueco ya comienza a plantearse medidas para lograr que más ciudadanos jóvenes se incorporen hoy como propietarios de acciones.

El 87% de las acciones cotizadas en manos de las familias suecas son de las grandes compañías, el 8% procede de empresas medianas y un 4% son acciones de compañías más pequeñas listadas en el mercado de crecimiento First North.

## 4. Una creciente educación financiera

En un ranking de 2015, Suecia era el país con mayor nivel de cultura financiera del mundo, seguido de cerca por Dinamarca y Noruega. Ya hace una década, el 71% de los adultos suecos tenían un buen nivel de formación financiera gracias al sistema educativo, a los programas

específicos desarrollados para favorecer la inclusión y la educación financiera y a una mentalidad abierta incentivada por las continuas innovaciones en los productos y servicios financieros.

Los países nórdicos ya incluyen dentro del currículo de educación primaria materias financieras como presupuesto, ahorro, inversión y gestión de deudas.

Según el Banco Mundial, la inclusión financiera también es muy alta. Más del 99% de los adultos suecos tienen acceso a instrumentos financieros y poseen al menos una cuenta bancaria. En comparación con otros países europeos, los ciudadanos suecos tienen una actitud positiva hacia el ahorro. Desde la década de 1980, el gobierno ha incentivado el ahorro familiar con políticas fiscales favorables, creando una activa comunidad de inversores minoristas, permitiendo a los suecos ganar experiencia en inversiones y continuar ahorrando, incluso después de que se eliminaran los subsidios fiscales en 1997.

Suecia mejora su cultura financiera con servicios financieros innovadores y fáciles de usar albergando algunas de las empresas fintech más innovadoras del mundo. Además, es el país que está más cerca de convertirse en el primero sin dinero en efectivo. Suecia también es líder en áreas como los pagos y la banca digital, con un bajo porcentaje de usuarios que realizan pagos en efectivo (el 10% según el Riksbank mientras en España dicha cifra supera el 65%).

## 5. Iniciativas financieras y fiscales para promover la inversión

En 1978 el gobierno sueco lanzó una iniciativa fiscal (una cuenta de ahorro especial) para animar a los ciudadanos a invertir en fondos de renta variable de empresas nacionales cotizadas en bolsa. Cada corona ahorrada en este tipo de fondos era deducible entre un 20-30% del Impuesto sobre la Renta (IRPF) y los rendimientos recibidos desde estos activos estaban exentos de impuestos durante cinco años. En cinco años, el número de cuentas de fondos de ahorro de renta variable creció de 75.000 a 520.000 y el valor de los activos materializados a través de ellas aumentaron de 0,8 mil millones a 8 mil millones SEK.

En 1981, debido a la falta de fondos disponibles para invertir, el gobierno introdujo los Fondos de Ahorro de Acciones Vinculados a Empresas, permitiendo a las empresas cotizadas ofrecer a sus empleados la oportunidad de invertir en acciones de su propia empresa. Para 1983, el número de estos fondos había aumentado a 91.

Por otro lado, hasta 1984 los bancos eran los únicos emisores de fondos de ahorro de acciones. Sin embargo, para flexibilizar el mercado de fondos y reducir la concentración de poder en manos de los Bancos, el gobierno decidió lanzar los fondos de ahorro públicos "Allemans" para facilitar el proceso de emisión de fondos a entidades distintas de los bancos.

Las sociedades de gestión de fondos experimentaron una afluencia masiva de clientes, lo que dio lugar a diversas complicaciones administrativas derivadas del hecho de que un fondo «Allemans» no podía tener más de 75.000 ahorradores y que una sociedad de gestión de fondos podía tener como máximo un fondo «Allemans». Para sortear estos límites las entidades buscaron fórmulas para generar "copias" de estos fondos (Allemansfond 1, Allemansfond 2,...) y dar respuesta a las demandas de sus numerosos clientes.

En los años 90, los fondos "Allemans" comenzaron a invertir en mercados extranjeros, ampliando el universo de activos de inversión para los ahorradores. El auge del sector de tecnologías de la información impulsó también el mercado bursátil, prolongando la euforia del mercado hasta el nuevo milenio.

La Ley del Programa de Ahorro "Allemans" fue derogada en su totalidad el 1 de julio de 1998. Desde entonces, los fondos "Allemans" han estado sujetos a la misma regulación que otros fondos de renta variable. La figura de los

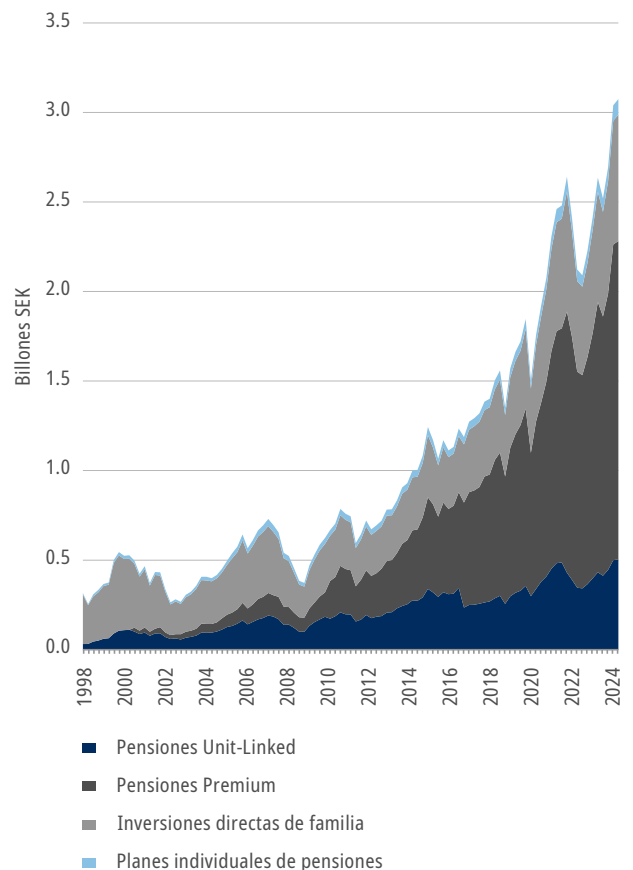
"Allemans" permitió a los ciudadanos suecos adquirir experiencia de inversión en el mercado de valores y conocer las ventajas del ahorro periódico dirigido a la inversión a largo plazo en valores.

La cultura del ahorro previsional a largo plazo ha calado en la sociedad sueca. Y esa aspiración se ha materializado en fondos de inversión y pensiones materializados en buena medida en productos que se negocian en los mercados de capitales y que llevan años contribuyendo a generar prosperidad para los hogares suecos asegurando las finanzas de las personas tras la jubilación.

En 2000, dos de cada tres coronas suecas invertidas en acciones lo hacían a través del ahorro directo, en el que el ahorrador tenía contacto directo con un gestor. El otro gran componente del ahorro en acciones en esa época estaban vinculados a fondos de inversión, que representaban el 24% de la inversión en acciones de los hogares.

Hoy de los ahorros suecos materializados en acciones, cerca del 80% está instrumentalizado a través de alguna modalidad de plan de pensión: premium (60%), unit linked (18%) y planes individuales (2%). El resto es inversión familiar directa.

Valor de mercado de ahorros invertidos en fondos RV 1998–2024



## 6. La cuenta de ahorro ISK, un ejemplo de éxito a imitar

En 2012 se introdujo en Suecia una cuenta de ahorro con un enfoque más simplificado para administrar valores e instrumentos financieros y tributar de acuerdo con reglas especiales. La mayoría de los bancos de Suecia ofrecen ISK y, en general, en todas se incluyen fondos y acciones. La afluencia de dinero a las cuentas ha superado con creces las expectativas del Gobierno. Se estima que 3,5 millones de personas en Suecia tienen una cuenta de ahorro para inversión con un importe medio de 300.000 SEK (€26.400 aprox.).

La ISK (del sueco *InvesteringsSparKonto*) es una opción popular debido a su simplicidad en la gestión y tributación de inversiones. En lugar de tributar por cada ganancia o pérdida de capital, se aplica un tributo trimestral basado en un tipo de interés fijo. Este tipo de interés se multiplica por la base de capital (que es el valor de mercado de los activos en la cuenta al cierre de cada trimestre) y el 30% de esa cifra será la cuota a pagar. Al ser una cuenta de inversión grabada a un tipo fijo, facilita la inclusión de diversos instrumentos financieros como depósitos, acciones y fondos, sin la necesidad de declarar cada transacción individualmente. Forma parte del esquema de inversión sueco compuesto además por la AF (*aktie-ochfondkonto*) que requiere una declaración detallada de cada ganancia o pérdida en la venta de acciones y la KF (*kapitalförsäkring*) con una estructura de seguro con impuestos pagaderos trimestralmente en lugar de anualmente. La ISK solo está disponible para personas físicas y no para empresas.

Desde su introducción, el tipo de interés ha sido ajustado dos veces para mantener la neutralidad fiscal entre diferentes formas de ahorro.

A continuación figura un ejemplo de cálculo del impuesto calculado al final de cada trimestre natural de la siguiente manera:

- Valor total de la cuenta:** Primero, se determina el valor total de los activos en la cuenta ISK. Ej. Valor de acciones y fondos:  
 Trimestre 1 = 20.000 SEK;  
 Trimestre 2 = 21.000 SEK;  
 Trimestre 3 = 26.000 SEK;  
 Trimestre 4 = 29.000 SEK;  
 TOTAL = 96.000 SEK.

Valor de los depósitos:  
 Trimestre 1 = 0 SEK;  
 Trimestre 2 = 1.000 SEK;  
 Trimestre 3 = 2.000 SEK;  
 Trimestre 4 = 1.000 SEK;  
 TOTAL = 4.000 SEK.

Valor anual de la cuenta como media trimestral =  
 $(96.000 + 4.000)/4 = 100.000/4 \text{ SEK} = 25.000$

- Base de gravamen:** Como se indica en el ejemplo anterior se calcula como promedio del valor de los activos al final de cada trimestre del ejercicio. Es decir, en el ejemplo sería  $100.000 \text{ SEK}/4 = 25.000 \text{ SEK}$ .
- Tipo de interés estándar (Schablonskatt):** este tipo de interés se basa en el tipo deudor del Gobierno sueco, al que se le suma un 1%, y se ajusta periódicamente. Para 2024, el tipo de interés estándar es del 1,086% →  $\text{Schablonskatt} + 1\% = 2,086\%$
- Base de ingreso estándar (IE):** se multiplica la base de gravamen por el tipo de interés estándar más un 1% →  $\text{Ingreso Estándar (IE)} = 2,086\% * 25.000 \text{ SEK} = 521,5 \text{ SEK}$
- Cuota a pagar:** el 30% del Ingreso Estándar calculado según se ha explicado. Es decir:  $30\% * 521,5 \text{ SEK} = 156,45 \text{ SEK}$

La ISK ha simplificado significativamente el proceso de inversión y declaración de impuestos en Suecia. No tiene costes de apertura y al no tener que declarar cada transacción individualmente, se reduce el riesgo de errores y se facilita la gestión de las inversiones. Además, la posibilidad de reinvertir sin consideraciones fiscales adicionales disminuye los costes de transacción. Desde el punto de vista financiero, tiene sentido invertir a través de una ISK si los rendimientos anuales superan la tasa de interés de los préstamos del gobierno más ese 1%.

Es importante destacar que solo las personas físicas con un número de seguridad social sueco pueden abrir una cuenta ISK. La propiedad es individual, lo que significa que cada cuenta solo puede tener un titular, y no hay límite de edad para abrirla. Se puede trasladar de un banco a otro pero no transferirse a otra persona.

Dependiendo del proveedor, la cuenta puede estar cubierta por una garantía de depósito de hasta 950.000 SEK (aproximadamente 83.500€).

Por último, decir que la cuota a pagar del ISK puede usarse para compensar con pérdidas derivadas de otras inversiones en capital financiero y gastos por intereses fuera de la cuenta.



## EJEMPLOS DE CUENTAS PERSONALES DE AHORRO EN VARIOS PAÍSES

### El caso de Inglaterra. Las cuentas ISA

El sistema impositivo británico incluye programas como las cuentas de ahorro individual (Individual Savings Accounts o ISA), que permiten a los ciudadanos ahorrar e invertir sin pagar impuestos o con impuestos reducidos. Las ISA, creadas en 1999, permiten invertir hasta 20.000 GBP anuales (unos 23.800 €) y ofrecen varias modalidades, como ahorro para menores, jóvenes, compra de vivienda, etc. Las inversiones en acciones, bonos o fondos dentro de una ISA no están sujetas a impuestos sobre dividendos, intereses o ganancias de capital, siendo dirigidas a personas físicas residentes en el Reino Unido.

Aunque los fondos invertidos pueden rescatarse en cualquier momento sin penalizaciones, las pérdidas dentro de una ISA no pueden compensarse con beneficios fuera de ella.

Actualmente, el 42% de los británicos mayores de edad tienen una cuenta ISA, con un 60% de las inversiones destinadas a acciones, y casi 1 billón de euros invertidos.

### El ejemplo italiano: los Planes Individuales de Ahorro (PIR)

El mercado de capitales italiano tiene en los Planes de Ahorro Individuales (Piani Individuali di Risparmio a lungo termine o PIR) un vehículo de inversión financiera, introducido en 2017, con el doble objetivo de proporcionar a las familias instrumentos de movilización del ahorro más eficientes fiscalmente y sobre todo, aumentar los recursos financieros disponibles para las empresas, alentándolas a colocar valores negociables en los mercados saliendo a bolsa.

Es un producto dirigido en exclusiva a personas físicas residentes en Italia. Solo se admite un PIR por persona. El importe máximo a invertir anualmente es de 40.000€, con un máximo total de 200.000€. Al menos el 70% de la inversión ha de hacerse en títulos emitidos por empresas italianas y un 30% de ese 70% en empresas no incluidas en el índice principal italiano FTSE MIB

Stock Index (MIB 30). Hasta un 10% del PIR puede estar invertido en títulos de una sola compañía.

La principal ventaja que posee este producto es el régimen fiscal especial debido a la exención total de impuestos sobre las ganancias de capital, sobre los ingresos (intereses y dividendos) derivados de inversiones en PIR y sobre Sucesiones para inversiones en acciones y bonos emitidos por empresas italianas. Esto incentiva la inversión en el mercado local y apoya el crecimiento de las empresas italianas. El horizonte de permanencia es de 5 años, para gozar de las mencionadas exenciones, debiéndose de tributar si el plazo es menor, salvo reinversión en un plazo de 90 días en otro instrumento.

El resultado es que, de un total de 18.900 millones de euros invertidos en PIR a finales de 2022.

### Los planes 401k de EE.UU

Hay que recordar que en Estados Unidos las pensiones públicas son mucho más limitadas que en España, y por tanto es más importante si cabe aportar ahorros complementarios durante la vida laboral para llegar a la jubilación. Un plan 401(k) es una cuenta de jubilación patrocinada por el empleador donde los empleados en activo pueden aportar parte de su salario antes de impuestos. Este dinero se invierte en

diferentes instrumentos financieros, como acciones, bonos y fondos de inversión, con el objetivo de generar ganancias y aumentar el capital a lo largo del tiempo. Es un plan de compensación diferida, si bien las rentas distribuidas por el disfrute del plan durante la jubilación tributan como ingresos ordinarios.

Los empleadores también pueden aportar dinero al plan del trabajador y se puede transferir un plan 401(k) a un nuevo empleador. En 2024 el límite anual de aportaciones es de hasta \$23,000 (unos 20.600€).

En el plan 401(k) tradicional las contribuciones se deducen antes de impuestos lo que reduce el ingreso gravable real y las ganancias de las inversiones en un 401(k) no están sujetas a tributación hasta que se retiran en la jubilación. Por su parte, en el 401(k) Roth las contribuciones se realizan con después de impuestos con lo que la deducción fiscal no es inmediata.

Hay pago de impuestos y penalización del 10% por retirada de capitales antes de los 59 años. Algunos planes ofrecen la opción de tener liquidez en caso de necesidad en supuestos similares a los planes de pensiones españoles.

Los fondos en un 401(k) están protegidos contra los acreedores en caso de bancarota.

Cuadro comparativo de productos financieros de movilización del ahorro

	ISK Suecia	ISA UK	PIR Italia	401(k) EEUU
<b>Formato</b>	Cuenta de ahorro y valores	Cuenta de ahorro y valores	Fondo de inversión	Plan de pensiones
<b>Aportación Anual (en €, Octubre 24)</b>	Sin límite	23.800	40.000	20.600
<b>Tributación</b>	30% sobre IE corregido, incluso con pérdidas	Exento en el IRPF	Exento en IRPF y Sucesiones	Exento en IRPF. Tributa por rentas distribuidas durante jubilación
<b>Portabilidad</b>	Dentro de la ISK	Si	Si	Si
<b>Inversor</b>	Persona física	Persona física	Persona física	Persona física
<b>Compensación de pérdidas con otros productos</b>	Si	No	Nd	Nd

## 7. Un sistema de pensiones diverso que se apoya en los mercados de capitales

### 7.1 Las pensiones premium

En 1994 se aprobó un nuevo sistema público de pensiones sueco. El 2,5% del salario se destinaba a la pensión premium, donde los ahorradores tenían la oportunidad de invertir libremente su dinero en acciones, bonos, fondos y otros instrumentos financieros para ellos mismos. Todos los suecos con ingresos y que habían nacido después de 1938 se convirtieron automáticamente en ahorradores e inversores en productos financieros. Desde su creación en 2000, los fondos de pensiones han ofrecido una rentabilidad media anual del 7,2% anual frente a un 3% de la pensión estatal.

### 7.2 Ahorro previsional individual

El ahorro previsional individual (IPS) se introdujo en enero de 1994 y dio a los particulares la oportunidad de invertir sus ahorros previsionales privados en productos e instrumentos financieros. Los ahorradores pueden ahorrar en IPS comprando valores individuales, comprando participaciones en fondos, o haciendo depósitos en una cuenta bancaria. Las mismas normas fiscales se aplican al IPS que a las pensiones. La mayor parte de los ahorros del IPS se invierte en fondos. Este tipo de pensión solía ser deducible pero esta característica se abolió en 2016.

### 7.3 Fondos unit-linked

En 1990 se introdujeron los fondos unit-linked, un tipo de ahorro vinculado a los seguros que ofrece la opción de ahorrar en seguros de dotación o de pensiones. No existen consecuencias fiscales para los ahorradores que mueven su dinero entre diferentes fondos porque no se aplican impuestos sobre las ganancias de capital. En su lugar, se aplica un impuesto sobre el rendimiento anual, basado en el valor de la participación.

## 8. Las compañías de seguros, también un papel vital

En comparación con otros países de la UE, las compañías de seguros desempeñan un papel vital en el sistema financiero sueco con una exposición (directa) a la renta variable significativamente alta. Más del 70% de los activos de inversión están asignados en acciones y participaciones, de las cuales ahora mismo una mayoría se invierte a través de fondos.

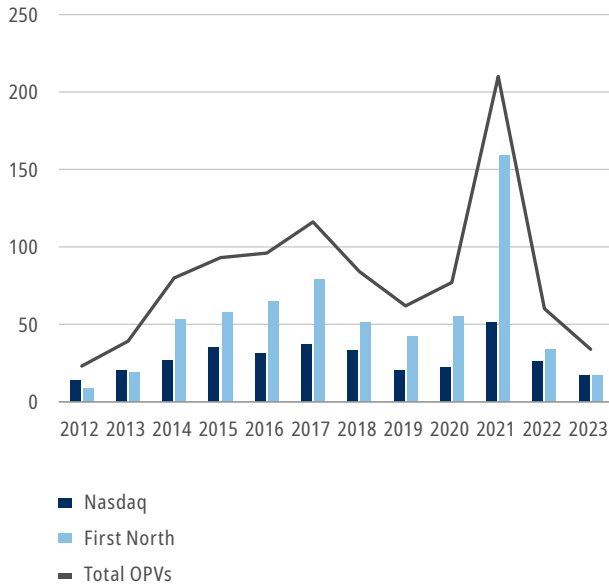
Solo el 20% de los activos se invierten en bonos. Tradicionalmente, el mercado de bonos en Suecia es menos profundo y las emisiones con vencimientos superiores a 10 años son prácticamente inexistentes, lo que genera un desajuste de duración que no se puede cubrir con inversiones en bonos, lo que a su vez puede explicar al menos parcialmente la mayor exposición directa a la renta variable que la media de la UE.

## 9. Financiación de las PYMEs a través de la Bolsa

Nasdaq Nordic, el conjunto de mercados de valores del norte de Europa que forman parte del gestor de infraestructuras norteamericano Nasdaq, se ha beneficiado en los últimos años de las medidas para promover el mercado sueco de capitales y en particular del mercado de acciones. En 2023, dio la bienvenida a las acciones de 33 nuevas empresas que captaron financiación por un total de 430 millones de euros. Nasdaq Estocolmo contribuyó con 19 de esas cotizaciones, consolidándose como uno de los lugares de cotización más exitosos de Europa. Además, 10 empresas se trasladaron del Nasdaq First North Growth Market (GM) al mercado principal de Nasdaq Nordic, que incluye Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Estocolmo y Nasdaq Islandia.

En los últimos 10 años, Suecia ha anotado 501 IPO (salidas a Bolsa), situándose en el segundo puesto de las IPO por país, solo superado por el Reino Unido con 765 IPOs. En este decenio Suecia ha cotizado más empresas nuevas mediante IPO que Francia, Alemania, Países Bajos y España juntos. Nasdaq First North Growth Market es el mercado en crecimiento para las empresas que aspiran a acceder a segmentos más altos de cotización. Actualmente cotizan alrededor de 550 empresas en el Nasdaq First North GM. En comparación, la Bolsa de Valores de Londres tiene 702 pymes cotizadas en su segmento de mercado AIM (mercado de inversión alternativo). En el año 2021, First North GM recaudó £5.300 millones. First North Stockholm tuvo más salidas al mercado (IPO) que AIM ese año, con 75 IPO frente a 66 en AIM.

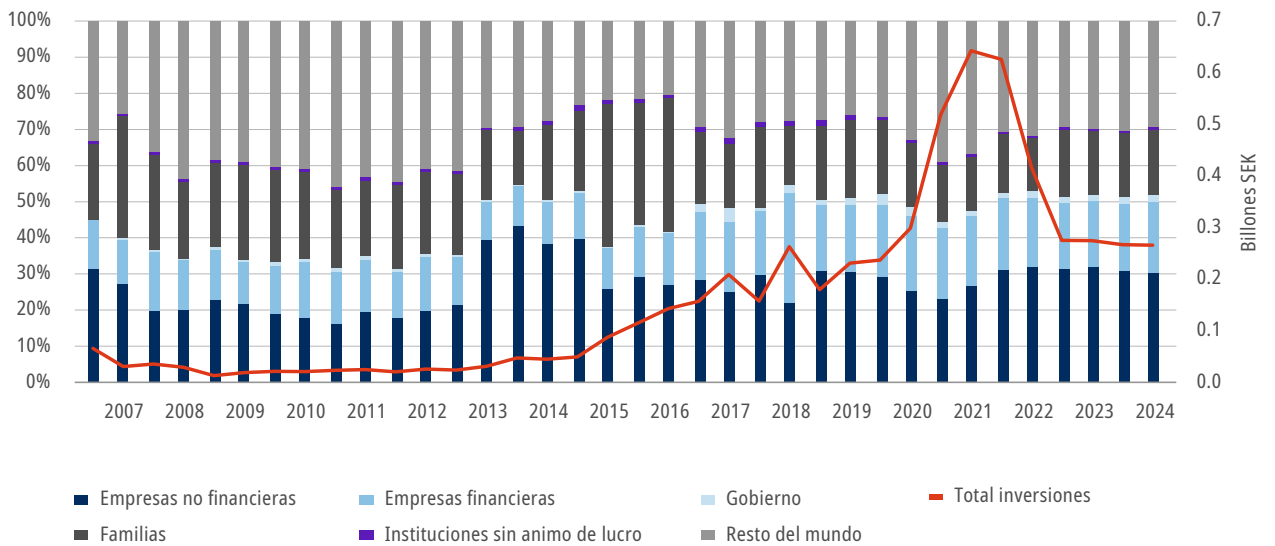
**Nuevas OPVs Nasdaq Nordic**



Nasdaq First North GM tiene requisitos de presentación de información más flexibles que el mercado principal, sirviendo como punto de partida para que las empresas más pequeñas accedan a los mercados de capital, crezcan y trabajen para cotizar en el mercado principal. Ofrece a las empresas más espacio para centrarse en su negocio y desarrollo, aprovechando los beneficios de ser una empresa cotizada. Cada empresa en Nasdaq First North cuenta con un asesor registrado para garantizar el cumplimiento de todos los requisitos y normas.

Las acciones de las empresas incluidas en Nasdaq First North GM se negocian en la misma plataforma que las de empresas listadas en el apartado principal de Nasdaq Nordic, lo cual facilita que 200 intermediarios financieros miembros de Nasdaq puedan negociar fácilmente acciones de las diferentes empresas en ambos mercados.

**Segmentos de propiedad de las inversiones en Nasdaq First North**





# Entrevista con Fredrik Bonthron,

economista jefe de la Asociación Sueca  
de Mercados de Capitales



**Fredrik Bonthron**  
Chief Economist at the Swedish Securities  
Markets Association

La presencia en España del experto sueco Fredrik Bonthron es una ocasión inmejorable para conocer de primera mano las características del ecosistema sueco de mercados de capitales. Su vasta experiencia previa en trabajos con instituciones internacionales como la autoridad europea de mercados de capitales (ESMA), la Federación Bancaria Europea (EBF) o nacionales como el Banco Central de Suecia, la Oficina Nacional de Deuda o la Autoridad de Supervisión del mismo país, le permite abordar temas como la educación financiera, la fiscalidad de las inversiones o el potencial para la economía de un país de las cuentas individuales de ahorro e inversión.

**Fredrik, en los últimos meses hemos visto varios informes que apuntan a los incentivos fiscales como una forma de aumentar potencialmente la participación minorista en los mercados de capitales de la UE y Suecia y la cuenta de ahorro e inversión sueco, la ISK, se menciona explícitamente como ejemplo. ¿Por qué las miradas se dirigen hacia Suecia?**

**FB:** En primer lugar, Suecia tiene un alto nivel de participación minorista en el mercado de capitales. Por cada euro que un sueco deposita en una cuenta bancaria en concepto de depósito, invierte casi cuatro euros en el mercado de capitales. Esto está muy por encima de la media de la UE y explica por qué el mercado de capitales de Suecia destaca. Y si bien hemos logrado crear un mercado de capitales activo, también es importante tener en cuenta que no había una solución mágica para lograrlo. El desarrollo del mercado de capitales sueco puede explicarse por muchos factores diferentes, y ha evolucionado gradualmente hasta lo que vemos hoy desde finales de la década de 1970. Me gustaría hacer hincapié en que el mercado de capitales sueco no se creó mediante regulación, y creo que eso se aplica a todos los mercados de capitales, pero, por supuesto, se necesita una regulación para garantizar que el mercado sea justo.

**Y una de las iniciativas que tomó el gobierno sueco es el ISK (Investeringsparkonto), una cuenta de ahorro e inversión con una fiscalidad atractiva. ¿Qué ha hecho que el ISK tenga tanto éxito? ¿Cuáles son las ventajas para todo el ecosistema?**

**FB:** El ISK se lanzó en 2012 y ha sido bien recibido por la población sueca. Tenemos una población adulta de 7,5 millones de personas y ahora hay 3,8 millones de suecos con el ISK.

Yo diría que la simplicidad es probablemente la explicación más importante del éxito del ISK. El objetivo inicial del ISK era facilitar a los particulares el ahorro de dinero invirtiendo en instrumentos financieros. La forma de lograrlo fue doble. Primero simplificación fiscal: facilitar a las personas la inversión en el mercado de capitales desde una perspectiva fiscal y una perspectiva de declaración de impuestos. Segundo tributación beneficiosa: desde el principio, se pretendió que el ISK fuera algo beneficioso desde el punto de vista fiscal. Yo diría que la tributación simplificada probablemente ha desempeñado un papel más importante que el beneficio fiscal.

En cuanto al efecto sobre el ecosistema, el ISK ha contribuido a una demanda de inversiones en el mercado de capitales entre los hogares suecos. Es probable que esto,

a su vez, también haya ayudado a la oferta de inversiones. Suecia, por ejemplo, ha visto muchas empresas cotizar en bolsa en los últimos diez años y ahora es el mayor mercado de pymes cotizadas de la UE. Aunque obviamente no todas las salidas a bolsa han tenido un buen rendimiento, muchas de ellas sí lo han tenido, y la gran actividad de salidas a bolsa es indicativa de una demanda fuerte de este tipo de inversiones.

**Algunos países de la UE están poniendo en marcha lo que se conoce como “sandbox” regulatorio, una especie de laboratorio donde experimentar con productos o sistemas novedosos y su regulación, antes de su autorización junto de la UE. ¿Cuál fue la hoja de ruta que tomó Suecia antes de implementar el ISK?**

**FB:** El ISK en Suecia no salió de la nada. De hecho, estuvo precedido de instrumentos financieros con incentivos fiscales que también tenían el objetivo de animar a los hogares a invertir en instrumentos financieros relacionados con el mercado de capitales. Y el lanzamiento del ISK en sí mismo ha contribuido a impulsar todavía más la participación de los minoristas reforzando un sistema que contaba con varios pilares importantes, entre ellos un sistema de pensiones de tres pilares con una clara orientación hacia los mercados de capitales, unos niveles elevados de educación financiera, una fuerte competencia e, importante, confianza en los mercados de capitales. Todo esto ha ayudado a suavizar las barreras de entrada al mundo de la inversión en el mercado de capitales para los hogares suecos.

**¿Cómo funciona el ISK en la práctica?**

**FB:** El nivel impositivo de la cuenta está vinculado al nivel general de los tipos de interés y el impuesto se aplica sobre el valor total en un momento determinado de los productos financieros de la cuenta ISK. No hay imposición sobre rendimientos, dividendos o transacciones realizadas. Esto lo hace simple, pero también significa que no hay compensación entre ganancias y pérdidas y el impuesto se aplica incluso si hay una pérdida neta. Solo se informa a la agencia tributaria sueca de la posición y son las entidades que proporcionan la cuenta las que generalmente se encargan de generar estos informes anuales de posición librando al inversor de esta tarea.

El ISK es proporcionado por instituciones de crédito e intermediarios financieros y solo está disponible para particulares. No hay límite en la cantidad que se puede tener en la cuenta, y no hay límite en la cantidad de cuentas que uno puede tener. Se le permite mantener

efectivo e instrumentos financieros que pueden cotizar en un mercado regulado o en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN).

**¿Cree que es posible extrapolar el éxito del ISK a España? ¿Qué cuestiones se deben superar para implementar un producto de este tipo en nuestro país?**

FB: Creo que si se introdujera algo similar en España, habría que mirar lo que se hizo en Suecia y sacar de esa experiencia, lo bueno y lo malo. Ha habido algunos desafíos tanto desde el punto de vista regulatorio como práctico, por lo que también hay cosas que se deben evitar. Dicho esto, si se plantea algo similar en España, también debe tenerse en cuenta el estado actual del mercado de capitales y el ecosistema español y decidir si la réplica exacta del ISK es el camino adecuado para el mercado español.

**¿En qué medida la educación financiera ha contribuido a la salud de los mercados de capitales suecos?**

FB: La educación financiera reduce las barreras para que los hogares entren al mercado de capitales y también disminuye el riesgo de que tomen malas decisiones de inversión. Pero diría que también funciona en sentido contrario: al participar en el mercado de capitales, también se adquieren conocimientos y aumenta la educación financiera.

**¿Cuál cree que es la mejor manera de atraer a los jóvenes para que inviertan en los mercados financieros?**

FB: En primer lugar, hay que hacerles ver los aspectos positivos de invertir en el mercado de capitales y creo que la educación financiera es una parte importante en este sentido. La educación aumenta la conciencia de las ventajas de invertir, mientras que al mismo tiempo hace que sea menos probable que tomen malas decisiones de inversión. Además de eso, creo que hay que hacerlo sencillo. Cuanto más baja sea la barrera para entrar en el mercado, más probabilidades habrá de que la gente participe. En Suecia ha habido muchos factores que han contribuido y se han tomado medidas para reducir esa barrera y la cuenta ISK es el último ejemplo de ello. Pero, de nuevo, también ayuda contar con buenos mimbres tal como mencioné antes: por ejemplo, un alto nivel de confianza en el mercado, una fuerte competencia y un sistema de pensiones orientado al mercado de capitales.

**BME**  
**Bolsas y Mercados Españoles**  
Plaza de la Lealtad, 1  
Palacio de la Bolsa  
28014 Madrid

[www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)