



**Norbolsa Market Forum.**  
**Jornada “Retos en un periodo de recuperación”.**  
**Discurso de apertura.**

Rodrigo Buenaventura. Presidente de la CNMV  
Bilbao, 28 de octubre de 2021

Buenos días

Muchas gracias, Manuel, Gregorio y Unai por vuestras palabras de bienvenida. Y también, por supuesto, gracias a Norbolsa, Deusto y Bolsa de Bilbao por invitarme a participar en esta Jornada.

Para mi es una satisfacción estar hoy aquí en Bilbao por un doble motivo. En primer lugar, el hecho de poder estar presente en estas Jornadas bajo el título “Retos en un periodo de recuperación”, dado que son muchos los retos y desafíos que tenemos por delante, no solo desde el punto de vista financiero y de los mercados de capitales, sino también como sociedad en los procesos de transformación que estamos viviendo y a los cuales me referiré posteriormente.

Pero también, en segundo lugar, porque este acto coincide con el día en que vamos a inaugurar, dentro de unas horas, la nueva sede de la CNMV en la ciudad de Bilbao, en la calle Heros.

Bilbao es la tercera plaza financiera de España y alberga más de una docena de empresas cotizadas con un valor bursátil conjunto muy importante. También acoge a varios emisores activos en renta fija.

Bilbao se constituye, además, no solo como una plaza con una larga tradición en la industria financiera, sino también en la gestión de activos y en el capital riesgo en la actualidad.

Y es esta dimensión relevante la que justifica que desde la CNMV entendiéramos, desde hace ya algún tiempo, en concreto durante la anterior presidencia, la importancia para la institución de tener una presencia permanente en el País Vasco.

Volviendo al tema de la jornada, los retos a los que nos enfrentamos son muchos y variados, pero me gustaría centrar mi intervención de hoy en dos de ellos: el papel que debe jugar el mercado de capitales en la recuperación y las implicaciones de la transformación digital a la que estamos asistiendo.

## Mercado de valores una de las claves para la recuperación

El primero de ellos viene determinado por la importancia del mercado de valores como agente clave en la recuperación económica. Y la recuperación, como muchos dicen, será verde o no será. La imbricación de la sostenibilidad ambiental en las decisiones económicas y en el modelo productivo supone una de las mayores transformaciones económicas que los que estamos aquí presentes hemos vivido. Llega con cada vez más empuje desde la sociedad en su conjunto, impulsada fundamentalmente y con un mayor ímpetu por las nuevas generaciones. Pero tiene una traslación clarísima en los mercados financieros y en su regulación. Europa se ha colocado al frente, liderando el mundo en términos de pensamiento regulatorio y en la aplicación práctica de esta regulación a la concepción y transformación de productos financieros sostenibles. En este sentido, está liderando ese proceso a nivel global en la idea de la transformación del producto financiero en producto sostenible.

Pero abandonaré aquí hoy el asunto de la sostenibilidad, para quedarme con lo que supone en términos de necesidades de inversión de la economía española y la relevancia que ello tiene para el desarrollo del mercado bursátil.

La Unión Europea estima en 350.000 millones de euros anuales las necesidades de inversión a lo largo de la década actual para lograr la descarbonización de las economías de la Unión. Además, si a esto sumamos agua y residuos llegamos a 500.000 millones año. Cogiendo sólo la parte de sostenibilidad por cambio climático, esos 350.000, con una simple regla de tres relacionando las necesidades de inversión en la Unión con el peso de PIB de nuestro país en ella, obtendríamos que, en el caso de España, las necesidades para descarbonizar nuestra economía alcanzarían un importe anual adicional de inversión necesaria de 30.000 millones para los próximos años. Y eso va a requerir obviamente colaboración público privada. Los fondos públicos, cuyo margen no son excesivos después de la pandemia, no va a ser capaces por sí solos de proveer los recursos necesarios para esta corriente de inversión y esta disyuntiva también se plantea en el caso español. Incluso si hacemos la traslación a los que sería estaríamos hablando de en torno a 2.000 millones de euros anuales para asegurar esa transformación. Es posible que incluso más, debido al mayor peso del sector industrial en Euskadi al resto de España.

No es factible, además – ni tampoco sostenible dado el grado de bancarización de las economías europeas – financiar las necesidades recurriendo al empleo exclusivo de los recursos ajenos, es decir, deuda bancaria.

Las empresas vascas, como el resto de las españolas, necesitan más fondos propios, más capital, para poder captar la financiación de la inversión extraordinaria que afrontan. Y el capital tiene sólo dos o tres bocas por las que mana: la acumulación de beneficios pasados en forma de reservas, las aportaciones adicionales de los socios actuales o la incorporación de nuevos socios o el capital riesgo. La empresa española adolece de falta de tamaño. El número de micro-empresas es muy superior al de los líderes empresariales europeos, como Alemania. Y ese reducido

tamaño la hace más ineficiente, le dificulta internacionalizarse y la hace más vulnerable a ciertas crisis. Y para crecer es necesario también capital adicional.

Para que todo encaje, tenemos que hacer llegar el capital financiero desde donde está (carteras de inversión, fondos, ahorradores españoles, inversores internacionales, etc.) hasta donde se necesita (empresas) y eso es lo que llevan haciendo en Europa las bolsas de valores desde hace cientos de años. Pero hay que hacerlo mejor y a mayor escala. En Europa (y España no es una excepción) hay menos financiación vía fondos propios y mercado de capitales y más peso de la deuda bancaria que en EEUU.

Y hemos visto cómo la economía estadounidense se ha recuperado mejor de las últimas crisis, en parte debido a la mayor diversificación de las fuentes de financiación de sus empresas, que hace que cuando la banca restringe o endurece las condiciones del crédito, las empresas sufran un parón a sus posibilidades de expansión, incluso las sanas y rentables.

Por todo ello, el mercado de valores y el capital riesgo han de ser el gran nexo de unión natural entre inversores y empresas, pieza clave e imprescindible de este puzzle financiero.

La experiencia de los últimos 18 meses de pandemia nos aporta además una clave adicional. Varias empresas españolas cotizadas que sufrieron el golpe de la crisis en sus primeros momentos, así como otras, que, sin sufrirlo, estaban acometiendo inversiones cuantiosas, fueron capaces de conseguir en los mercados financieros, en un tiempo corto, los fondos necesarios. Es decir, cotizar en un mercado bursátil, profundo y transparente como el español, supone ventajas añadidas en tiempos de crisis e incertidumbre, así como factor de éxito para hacer frente a necesidades de inversión extraordinarias.

Todo esto, obviamente, no lo estoy descubriendo yo. Es un análisis muy consolidado y que coincide con lo que se conoce como Capital Markets Union (CMU), que la Comisión Europea ha identificado como una de las líneas principales de su actuación. Supone básicamente fomentar los mercados de capitales con dos objetivos. Por un lado, impulsar que las empresas europeas puedan acceder con mayor facilidad a los mercados de acciones permitiendo el crecimiento y desarrollo de nuevos modelos de negocio rupturistas e innovadores y renovando la estructura empresarial europea. Y por otro, fomentar también que los ciudadanos europeos, una población cada vez más envejecida, en términos estadísticos, accedan a formas de ahorro a largo plazo de mayor rentabilidad y que reduzcan su exposición relativa a activos inmobiliarios o depósitos bancarios.

En el actual contexto de una esperada recuperación económica, los mercados de valores han de convertirse en una piedra angular de la misma. De hecho, sin un mayor papel de los mercados de valores, la recuperación se verá lastrada.

Para ello, debemos continuar con la labor de adaptación de la regulación a los nuevos instrumentos y haciendo con ello que los mercados de capitales sigan siendo atractivos para los inversores. Un esfuerzo constante que es necesario hacer a escala europea y no exclusivamente nacional, pero siempre sin poner en riesgo la protección adecuada de los inversores.

Esto es especialmente relevante en este edificio en el que nos encontramos hoy, la Bolsa de Bilbao. Las bolsas de valores se asientan precisamente sobre el problema que he enunciado. Lo que ocurre es que en los tiempos en los que la contratación es electrónica y los datos están en la nube, la ubicación física de las bolsas y los mercados en general no es ya el elemento más importante desde la perspectiva de la contratación en el mercado secundario.

Pero sí puede tener importancia desde el punto del mercado primario. En un mundo globalizado y digital, quizás una de las principales funciones sociales que las sedes físicas de los mercados pueden aportar hoy en día es la de “entrenar” y acompañar a las empresas en expansión en su ámbito territorial en su camino de crecimiento y de apelación a formas de financiación cada vez más sofisticadas y estables.

Las empresas vascas, como el resto de las españolas, tienen necesidad de transitar el camino que va desde la micro-empresa hasta la multinacional. Y en ese tránsito, la estructura financiera y la captación de capital nuevo son esenciales. Por supuesto, el capital semilla y el capital riesgo juegan un papel importantísimo en ese ámbito y el País Vasco tiene una gran tradición en ello. Pero pasado un punto, las empresas deben decidir si salir a cotizar en el mercado, sea el mercado de pymes en crecimiento o el primer mercado. Y en ese camino, las bolsas pueden ser auténticos consultores y entrenadores de la dirección financiera de las empresas, preparándoles para dar el salto.

Por supuesto, debemos apoyar también esa labor desde el plano de la regulación, lo cual nos lleva de vuelta a la iniciativa de CMU que mencionaba antes y a la inminente consulta pública de la Comisión Europea, anunciada hace unas semanas, de reforma de las normas para salir a cotizar con la idea de facilitar la cotización de nuevas empresas, especialmente pequeñas y medianas. El objetivo merece el esfuerzo, pues estamos hablando de permitir un flujo de capital sin el cual la transformación del sistema económico no será factible y pondría en riesgo la prosperidad de nuestra sociedad.

En todo caso, no magnifiquemos la importancia de la regulación. Incluso con una regulación idéntica, algunas regiones de Europa se han mostrado más exitosas a la hora de atraer a empresas innovadoras a salir a cotizar y financiar así sus planes de expansión. En Suecia, por poner un ejemplo, tienen la misma normativa de folletos, información financiera o abuso de mercado que en España. Y sin embargo el número de compañías que han saltado a los mercados en 2020 y 2021 (122 empresas) hace palidecer los números en España o en cualquier otro país europeo.

No podemos hacer análisis maniqueos: no hay probablemente una única tecla que explica un caso de éxito. La educación financiera, la cultura de inversión y ahorro individual, la apuesta por la innovación, incluso la ética social y la consideración que los emprendedores y empresarios merecen del resto de la sociedad, son factores importantes que explican por qué un país o una región destacan empresarialmente. Pero nada hay que impida que un modelo de éxito se implante y destaque incluso cuando el campo de juego regulatorio es idéntico a otros muchos países.

El País Vasco ha sido y es una de esas zonas económicas donde el espíritu de emprendimiento y de internacionalización ha dado lugar a una demografía empresarial viva, pujante, diversa y activa. ¿Por qué no ser ambiciosos y apostar por fomentar el acceso de las empresas vascas a los mercados de capitales, como factor de potenciación de su crecimiento? Obviamente, no partimos de cero, ni es un proceso de corto plazo, pero, por eso mismo, cuanto antes empecemos, mejor.

### El cambio tecnológico y la nueva dinámica en los mercados de capitales

Cambio de tercio, para abordar el segundo de los temas que tenía previsto cubrir hoy. El otro eje que está transformando el sector financiero es la digitalización. El desarrollo de nuevas tecnologías - donde destaca la tecnología DLT o blockchain- está haciendo aparecer nuevos e interesantísimos modelos de negocio casi cada semana. Y está permitiendo, más allá de la eficiencia que supone el empleo de la tecnología, el acercamiento de los mercados financieros a inversores e incluso sectores de la población que antes se mantenían alejados.

La tecnología DLT conlleva ganancias en términos de eficiencia, eficacia y seguridad. Pero no debemos perder, sobre todo los supervisores, la perspectiva de los riesgos asociados. Me refiero concretamente a tres cuestiones: las criptodivisas, el trading colectivo y los fraudes financieros

Las finanzas descentralizadas se conforman como una realidad cada vez más presente entre el conjunto de los inversores y son en sí mismas positivas, no debe haber duda de eso. Muy posiblemente, en un periodo corto de tiempo, veremos cripto-acciones, cripto-bonos, cripto-participaciones de fondos de inversión o incluso activos reales (inmuebles) tokenizados, formando parte del conjunto de activos en las carteras de los inversores junto con activos tradicionales.

Pero hoy en particular son las criptodivisas las que focalizan la atención que supone el desarrollo de la tecnología DLT aplicada al mundo financiero. Se trata de activos no regulados hasta la fecha y, más importante aún, que carecen de una corriente de flujos que determinen un valor intrínseco. Eso los asemeja más a divisas que al resto de instrumentos financieros, pero con el importante dato de que sus depósitos no pagan interés, lo cual hace que las teorías tradicionales sobre tipos de cambio no sean del todo aplicables.

Personalmente, soy escéptico sobre la aportación y capacidad de creación de valor de las criptomonedas para los inversores en el largo plazo, más allá de aprovechar intensos periodos de extrema volatilidad, como el actual. A mi juicio, las únicas criptomonedas que pueden conservar algún valor a largo plazo son las que acaben convirtiéndose en medio de pago comúnmente aceptado, bien sea en pagos internacionales o locales. Y en ese momento, su valor deberá estabilizarse para cumplir esa función. Es decir, el triunfo o consolidación de una criptomoneda en el futuro, en términos de aceptación, vendrá inseparablemente asociado a la estabilización de su valor, lo cual supone que dejará de ofrecer rentabilidad y pasará a ofrecer estabilidad. En otras palabras, si una criptomoneda es volátil y

rentable no durará como moneda y, si dura, dejará de ser rentable. Obviamente, sólo una parte infinitesimal de las miles de criptomonedas que hay hoy en día pueden convertirse en medios de pagos comúnmente aceptados.

En todo caso, todo esto son hipótesis o previsiones sobre el futuro de un activo, que probablemente resultarán equivocadas cuando las analicemos dentro de una década. Pero lo cierto es que la formación de precios en este tipo de productos carece hoy de las mínimas garantías. Nada impide que alguien manipule la cotización de cualquier criptomoneda, tanto a base de transacciones como a través de la difusión de informaciones falsas. Del mismo modo, la información sobre los riesgos de estos productos parece casi siempre ocultada por los mensajes de enriquecimiento rápido que abundan en las redes sociales. Y eso genera preocupación entre los supervisores y los reguladores.

El escepticismo de los supervisores en esta clase de activos no proviene de un tradicionalismo o conservadurismo, ni tampoco de un miedo al cambio producto de la aparición de un nuevo activo que pueda desequilibrar o modificar el statu quo, como quizá sea la visión que puedan tener las nuevas generaciones de inversores. De hecho, en las últimas décadas hemos asistido a la creación, desarrollo y crecimiento de muchas y diferentes tipologías de activos. Las cautelas de los supervisores vienen determinadas por nuestro mandato de protección del inversor y particularmente, por el daño potencial que decisiones arriesgadas sobre activos no regulados pueden tener en miles de inversores si no son capaces de ponderar y entender adecuadamente los riesgos que están dispuestos a soportar.

El desarrollo de la digitalización también ha traído consigo el florecimiento de la “jueguificación” del trading, que consiste en presentar la inversión bursátil como un juego. Me recuerda a aquella expresión antigua y muy española de “jugar a bolsa”, adaptada hoy a un entorno digital. Los riesgos de esa tendencia son evidentes: generar en el inversor la sensación de que está jugando, con premios, confeti digital y, literalmente, fuegos artificiales cuando acierta, como las máquinas tragaperras. Al igual que con éstas, se está empezando a detectar casos de adicción al trading en algunos grupos de población. Sinceramente, creo que esta situación no lleva a nada bueno y frivoliza lo que en algunos casos pueden ser decisiones de mucha relevancia para la vida de los inversores.

Por otra parte, el desarrollo de las redes sociales y los foros de Internet han traído grandes ventajas en términos de compartición y acceso a la información y no hay nada negativo en que usuarios de un grupo intercambien conocimientos e información sobre una empresa, sobre la evolución del mercado o sobre el atractivo de comprar y vender.

Pero también surgen riesgos nuevos, como que grupos de inversores pacten estrategias diseñadas con el objetivo de situar el precio de un valor en un determinado nivel artificial. Esto podría equivaler a una manipulación del mercado.

El caso Gamestop de hace algunos meses en los Estados Unidos, es un claro referente al poder del trading conectado, en el que un colectivo amplio de personas puede afectar a las dinámicas del mercado y a los mecanismos de formación de

precios. Los supervisores del mercado debemos aislarnos del ruido mediático de fondo que este tipo de actividades puede atraer y aplicar la ley de manera uniforme con independencia del tamaño del inversor, número de inversores o conocimiento que tienen del mercado. Pero, igualmente, debemos ser capaces de llegar a segmentos de población que no son conscientes de estos riesgos y con ello, aumentar su conocimiento de las reglas que regulan los mercados de valores y la conciencia legal de estas actividades.

Por último, otro reto derivado mayoritariamente de la digitalización es la lucha contra el fraude financiero. Fraude ha habido siempre, por supuesto, pero el coste de llegar a una víctima por canales digitales es muy inferior a las modalidades más tradicionales. Desde la CNMV hemos advertido el año pasado un crecimiento de potenciales fraudes y esquemas piramidales, algunos de ellos ya en fase de instrucción en sede judicial. Este fenómeno lo encontramos actualmente ligado en muchas ocasiones a ofertas sobre criptodivisas.

La CNMV no tiene, ni debe tener, potestad para perseguir delitos. Pero si creemos, y en ello estamos trabajando, que una labor de cooperación y de coordinación entre diferentes administraciones, organismos, asociaciones y entidades privadas es la manera más eficaz, no para erradicar estas actividades, cosa poco probable, pero si para reducir su dimensión y con ello sus efectos perniciosos sobre los inversores y sobre el conjunto del sistema financiero. Por esta razón y de forma conjunta con otros organismos, Fiscalía, Ministerio de Economía, fuerzas y cuerpos de la seguridad del Estado, empresas financieras y tecnológicas, estamos elaborando un Plan de Acción contra el Fraude Financiero, con medidas de detección temprana, tecnológicas y de comunicación y educación financiera.

Concluyo. Este lunes participaba en una jornada de bienvenida de nuevos técnicos a la CNMV y les decía que se me ocurren pocos momentos mejores para empezar una carrera en regulación y supervisión financiera. Quienes llevamos ya unas décadas en los mercados financieros hemos visto grandes transformaciones, pero creo firmemente que las que enfrentamos ahora no son menos trascendentes, ni menos excitantes. Los mercados de capitales tienen que demostrar su valía y su función en esta década, en un entorno muy cambiante y ello hace que esos retos sean apasionantes. Espero que la comunidad financiera en Euskadi esté en condiciones de aportar valor a ese proceso y favorecer que las empresas capten la financiación que precisan en las mejores condiciones y que los inversores mantengan un nivel de protección y conocimiento lo más elevado posible.

Y espero poder acompañar ese proceso desde hoy a través de la nueva delegación de la CNMV aquí en Bilbao.

Muchas gracias por su atención