

# **EFICIENCIA ORGANIZATIVA DE LOS REGULADORES DEL SECTOR FINANCIERO – RESULTADOS DE BENCHMARKING**

**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE  
VALORES**

## Índice

- I. Introducción
- II. Resultados de la evaluación comparativa detallada
  - a. Mandato y poderes
  - b. Gobierno y responsabilidades
  - c. Organización y recursos
  - d. Procesos clave
- III. Resumen ejecutivo y conclusiones

## SALVEDADES, ASUNCIONES Y LIMITACIONES DEL PRESENTE INFORME

El presente informe contiene la información exigida en los términos del contrato de prestación de servicios suscrito por Oliver Wyman y la CNMV, habiendo sido elaborado en la forma expresamente prevista en el mismo. Este informe está elaborado para ser leído en su totalidad y no por partes; cualquier comunicación, total o parcial, de su contenido deberá hacer referencia al informe íntegro. Se prohíbe expresamente la alteración de cualquier apartado o página del cuerpo, lo que invalidará automáticamente el presente informe.

Oliver Wyman entiende que la información facilitada por terceros en la que, en su caso, pudiera basarse la totalidad o cualquier parte del presente informe, es fiable, sin que dicha información haya sido objeto de verificación independiente. No se garantiza en ningún caso la exactitud de dicha información. La información de carácter público contenida en el presente informe, así como la información de naturaleza industrial y estadística prevista en el mismo incluyendo sin limitación alguna a la CNMV proviene de fuentes que hemos considerado fiables; no obstante, Oliver Wyman no realiza manifestación ni otorga garantía alguna sobre la veracidad o carácter completo de dicha información, habiendo utilizado la misma sin realizar ninguna otra comprobación.

Las conclusiones del informe podrían incluir predicciones a futuro basadas en datos actuales y series históricas. En ese caso, tales predicciones se encuentran sujetas a los riesgos e incertidumbres inherentes a su naturaleza. En particular, los resultados reales podrían verse afectados por circunstancias o hechos futuros impredecibles o no susceptibles de control incluyendo sin limitación alguna cualquier variación de la estrategia de negocio, el desarrollo de productos y servicios futuros, cambios en la situación y condiciones del mercado y la industria, las consecuencias de cualquier contingencia, alteraciones en la composición del equipo gestor o modificaciones de la legislación o normativa aplicables. Oliver Wyman no acepta responsabilidad alguna por razón de cualesquiera resultados efectivamente obtenidos o por razón de cualesquiera hechos futuros.

Las opiniones reflejadas en el presente informe son válidas únicamente a los efectos que se señalan y en cada caso a la fecha del mismo. Oliver Wyman no asume obligación alguna de revisar el presente informe a efectos de reflejar cualesquiera cambios, hechos o circunstancias que pudieran sobrevenir con carácter posterior a esta fecha.

Cualquier decisión relativa a la aplicación o uso de cualquier consejo o recomendación prevista en el presente informe es responsabilidad exclusiva de la CNMV. El presente informe no constituye asesoramiento alguno en materia de inversión, ni representa opinión alguna sobre la corrección o no de ninguna operación respecto de ninguna de las partes en particular.

El informe ha sido elaborado para uso exclusivo de la CNMV. No existen terceros beneficiarios del presente informe. Oliver Wyman no aceptará responsabilidad alguna frente a tercero alguno. En particular, Oliver Wyman no será responsable frente a ningún tercero por razón del contenido del presente informe o en relación con cualesquiera actuaciones realizadas o decisiones adoptadas como consecuencia de las conclusiones, asesoramiento o recomendaciones incluidas en el presente informe.

## Introducción

Este informe presenta las conclusiones del estudio de evaluación comparativa de la efectividad organizativa de diferentes reguladores / supervisores del sector financiero. Las instituciones en cuestión se enfrentan a importantes desafíos para adaptarse a la nueva realidad del sector financiero y, por lo tanto, están fortaleciendo sus estructuras, recursos, procesos y herramientas para satisfacer mejor las nuevas demandas de supervisión.

Reguladores / supervisores de 16 jurisdicciones participaron en el estudio. Además, se incluye información y datos de reguladores / supervisores de otras jurisdicciones. El conjunto de datos, actualizado a 2018, se basa en toda la información relevante disponible al público, las respuestas detalladas al cuestionario y las entrevistas de seguimiento con la alta gerencia.

El estudio comparativo proporciona una base de datos sobre la efectividad organizacional, preservando la confidencialidad individual de cada supervisor, en cuatro dimensiones principales: Mandato y poderes, Gobierno y responsabilidades, Organización y recursos, y Procesos clave.

## Lista de acrónimos y abreviaturas

**IA** – Inteligencia Artificial

**AMCESFI** – Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera

**PBCFT** – Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo

**CESFI** – Comité de Estabilidad Financiera

**CNMV** – Comisión Nacional del Mercado de Valores

**CRO** – Chief Risk Officer (Director de Riesgos)

**LMV** – Ley del Mercado de Valores

**DGSyFP** – Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**ESMA** – European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)

**UE** – Unión Europea

**FGD** – Fondo de Garantía de Depósitos

**FROB** – Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

**FTE** – Full Time Employee (Dedicación equivalente a un empleado a tiempo completo)

**RRHH** – Recursos Humanos

**TI** – Tecnología de la Información

**LdD** – Línea de Defensa

**SEPBLAC** – Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias

**IGAE** – Intervención General de la Administración del Estado

**MdE** – Ministerio de Economía

# Resultados de la evaluación comparativa detallada

## Mandato y poderes

La CNMV es el supervisor de mercados y empresas de inversión en España, para lo cual tiene un mandato bien definido y un conjunto de objetivos estatutarios. Es el responsable de supervisar los mercados de capitales, los individuos y las entidades que operan y participan en dichos mercados, a saber, gestores de activos e intermediarios financieros. Cuando se considera el sector financiero en su conjunto, la CNMV comparte la responsabilidad de supervisión con el Banco de España (a cargo de la supervisión del sector bancario como parte del Mecanismo Único de Supervisión) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (responsable de la supervisión de aseguradoras y fondos de pensiones).

Al ser un supervisor de valores y mercados, el enfoque principal de la CNMV está en la supervisión de conducta, asegurando que todos los participantes del mercado respeten las diferentes regulaciones que les afectan. Esto está en línea con supervisores similares en diferentes jurisdicciones, ya que las firmas supervisadas por reguladores de valores no plantean, desde una perspectiva prudencial, un riesgo sistémico tan grande como lo hacen los bancos y las compañías de seguros, por lo que la supervisión microprudencial es de importancia secundaria en comparación con la de conducta. La CNMV es responsable de supervisar a las empresas de inversión y otros intermediarios de los mercados de capitales, incluidas las entidades de crédito cuando prestan servicios de inversión. Los operadores de los centros de negociación tienen algún poder regulador en España, que afecta a los emisores cuyos valores negocian. Sin embargo, todas las reglas desarrolladas por los operadores del mercado deben ser aprobadas por la CNMV, ya sea mediante un proceso de aprobación oficial o de no oposición. El mandato de supervisión de conducta de la CNMV se ve reforzado por la responsabilidad de la protección de los inversores, sobre la cual tiene el mandato de resolver reclamaciones con poderes no vinculantes. Aunque la lucha contra el Blanqueo de Capitales y la Financiación del Terrorismo (PBCFT) es competencia del SEPBLAC (la autoridad nacional para la supervisión de PBCFT), la CNMV colabora con esta unidad al incluir estos temas en sus inspecciones siempre que sea necesario, para luego informar al respecto. La CNMV también puede solicitar informes de PBC para las nuevas entidades que ingresan al mercado o para inversores que están adquiriendo una parte significativa de una entidad.

Para cumplir de manera efectiva su mandato, la CNMV se apoya en una amplia capacidad sancionadora, que está en línea con sus homólogos. Esta incluye la capacidad de emitir advertencias y sanciones económicas, imponer la restricción o suspensión de ciertas actividades, revocar licencias y autorizaciones, confiscar activos (si se otorga una autorización judicial) y solicitar a un tribunal competente que efectúe la congelación de activos. Los poderes de sanción no disponibles para la CNMV incluyen el inicio de procedimientos civiles (excepto en casos muy específicos) o procedimientos penales, aunque la CNMV puede compartir con la Fiscalía (o directamente con los tribunales penales) evidencia de supuestas actividades delictivas y puede actuar como testigo en procedimientos penales.

La CNMV tiene asignado un mandato de estabilidad financiera, que lo realiza principalmente de tres maneras. En primer lugar, garantiza la supervisión prudencial de las empresas de inversión y las empresas de gestión de activos. En segundo lugar, realiza inspecciones in situ a entidades sistémicas como bolsas o cámaras de compensación, asegurándose de que sus sistemas e infraestructuras cumplan con las normas. En tercer lugar, la CNMV es miembro de AMCESFI, la agencia de reciente creación para la supervisión macroprudencial

que tiene el mandato de realizar el seguimiento del riesgo sistémico para mantener la estabilidad financiera.

Si bien el FROB es la autoridad de resolución nacional encargada de resolver las instituciones financieras, la CNMV tiene un mandato de prevención respecto a la resolución de firmas de inversión, que se centra en la planificación de la resolución. La CNMV tiene el poder de aplicar medidas como la liquidación de activos particulares, la terminación de negocios y el cambio de las estructuras organizativas. Además, la CNMV elabora regularmente planes de resolución para empresas de inversión, que luego se comparten con la alta gerencia de las instituciones, para preparar a las entidades con problemas para una eventual intervención del FROB, que puede ser instada por la CNMV.

## **Gobierno y responsabilidades**

Hay claridad de roles y responsabilidades, ya que su mandato está claramente definido y establecido por el Real Decreto Legislativo 4/2015 (Ley del Mercado de Valores - LMV) y se refleja en su Reglamento Interno. Tiene independencia operativa, en el sentido de que puede definir su propia estrategia y objetivos clave para un período plurianual, independientemente de los objetivos políticos a corto plazo, y los describe públicamente en su Plan de Actividades anual. La CNMV goza de independencia en su financiación a través de tasas que se cargan a las entidades que supervisa. Sin embargo, su independencia es limitada con respecto a la forma en que despliega esos fondos, especialmente en el área de recursos humanos, ya que necesita la aprobación del gobierno en asuntos tales como establecer salarios y promociones con implicaciones salariales, número de empleados total y número de empleados por nivel salarial. Estas restricciones de tipo salarial conllevan dificultades prácticas cuando es necesario modificar el organigrama o crear nuevas áreas.

Los miembros del Consejo de la CNMV tienen amplia experiencia en diversas áreas, con una combinación equilibrada de experiencia tanto en el sector público como en el privado, incluidos otros reguladores / supervisores. Con respecto al proceso de designación, como se indica en la LMV, los candidatos deben ser personas de reconocida competencia en asuntos relacionados con los mercados de valores, mientras que el Presidente y la Vicepresidenta también deben asistir a una Audiencia en el Congreso para garantizar que tengan los antecedentes y la preparación adecuados, y no estén afectados por ningún conflicto de interés relevante. Sin embargo, crear algunos criterios de nominación más transparentes y claros para los miembros del Consejo reforzaría la percepción de independencia. Además, un escalonamiento formal de su mandato a lo largo del tiempo puede garantizar la continuidad del trabajo y los objetivos estratégicos del Consejo. El aumento del mandato a 6 años, en línea con otros supervisores españoles (Banco de España) y otros reguladores líderes, podría garantizar la continuidad y fortalecer la influencia internacional del equipo de gobierno.

El gobierno del Consejo de la CNMV difiere de otros reguladores homólogos que separan claramente la función de supervisión del Consejo de su función ejecutiva. El mandato del Consejo está claramente definido por el LMV, dotándolo de una amplia gama de responsabilidades, aunque la mayoría están delegados en el Presidente, la Vicepresidenta y el Comité Ejecutivo. Los tres miembros no ejecutivos del Consejo que forman parte del Comité Ejecutivo no participan en las operaciones del día a día.

La CNMV sigue un enfoque escalonado para tratar los diferentes temas sobre los que debe decidir. Los temas se discuten en las diferentes Direcciones Generales (con sus diferentes departamentos) y luego se presentan a un comité no formal<sup>1</sup> que incluye a los Directores

---

<sup>1</sup> Hay una propuesta en curso para reflejar este Comité en el Reglamento Interno de la CNMV.

Generales y al Presidente y a la Vicepresidenta. Este llamado Comité de Dirección parece ser una herramienta útil para que el Presidente ejerza la función de dirigir y coordinar las actividades de todos los directivos de la CNMV.

Los temas más importantes se elevan al Consejo, que se reúne al menos una vez al mes. Se informa que el nivel de revisión y discusión en estos casos es efectivo, aunque no existen mecanismos formales para asegurar esto. Otros reguladores han implementado mecanismos para mejorar la efectividad del Consejo, como la evaluación recurrente del desempeño de los miembros del Consejo<sup>2</sup>, programas de formación, feedback continuo y seguimiento de la calidad de los informes del Consejo, etc. Además, el establecimiento de un calendario predefinido para asegurar que el Consejo dedique tiempo a la estrategia a largo plazo, además de a las cuestiones del día a día, podría ser una medida adecuada para contrarrestar algunos de los inconvenientes de tener un Presidente Ejecutivo y una Vicepresidenta responsables de la gestión diaria de la institución.

La CNMV emplea muchos de los mecanismos de rendición de cuentas externos vistos en sus homólogos líderes. Ocupa un lugar destacado en el número de documentos regulares publicados, incluido su Informe Anual y el Plan de Actividades, donde describe sus prioridades estratégicas para el próximo año, informes de la industria y documentos estratégicos. El Presidente debe presentar el Informe Anual al Congreso y la CNMV se involucra con éxito con otros grupos de interés a través de su Comité Consultivo, que cuenta con representantes de diferentes sectores, incluidos emisores, inversores, infraestructuras de mercado, entidades de crédito y compañías de seguros, asociaciones profesionales, el Fondo de Garantía de Depósitos y las comunidades autónomas. Este comité se reúne al menos trimestralmente y proporciona su opinión sobre circulares y otros temas cuando el Comité Ejecutivo lo considera apropiado. Sin embargo, la CNMV puede mejorar aún más su interacción con estos organismos externos mediante la realización de encuestas de percepción independientes.

Mantener una relación transparente con la prensa también aumenta el nivel de responsabilidad externa, que se logra con éxito en la CNMV, con interacciones regulares con diferentes medios de comunicación, complementados por la publicación de los comunicados de prensa y las intervenciones públicas más relevantes hechas por miembros del Consejo en el sitio web de la CNMV.

Financieramente, la CNMV es también transparente pues se somete regularmente a las auditorías del Tribunal de Cuentas (organismo constitucional independiente del Gobierno) y de la Intervención General de la Administración del Estado (organismo interno dependiente orgánicamente del Gobierno).

## Organización y recursos

En general, la CNMV tiene una **estructura organizativa** sólida, aunque difiere de sus homólogos líderes en algunos aspectos. Como regulador de valores y mercados, la CNMV sigue las mejores prácticas al organizarse por área de actividad funcional (es decir, mercados y entidades), con el Presidente y la Vicepresidenta supervisando las diferentes actividades de las Direcciones Generales y los departamentos de soporte, en lo que representa un ámbito de control manejable. La CNMV difiere de las prácticas líderes en el sentido de que no tiene una función de Riesgo independiente<sup>3</sup>, que generalmente reporta directamente al Presidente: aislar y habilitar dicha función elevaría la visibilidad y la

---

<sup>2</sup> En Enero 2019 se ha aprobado un proceso de evaluación de desempeño para los miembros del Consejo.

<sup>3</sup> Hay una propuesta en curso para reflejar esta función en el Reglamento Interno de la CNMV.

importancia de la conciencia del riesgo. Si bien podemos observar un buen nivel de cooperación entre departamentos, en su mayoría garantizados por el Comité de Dirección, no existen centros transversales de excelencia formales, que puedan generar experiencia específica que luego pueda desplegarse transversalmente en todas las funciones. La creación de dichos centros de excelencia en la CNMV, mediante la asignación parcial o total de empleados a actividades interdepartamentales (que en su mayoría serían altamente técnicas) proporcionaría nuevas y diferentes ideas, mejorando las capacidades del supervisor.

Los **costes** para la CNMV están un ~20% por debajo del coste estimado en función de las características del perímetro bajo supervisión<sup>4</sup>: observamos la mayor variación entre reguladores en las áreas de soporte (más altos que los homólogos), así como los costes de supervisión de mercados y valores (más bajos que los homólogos). Dada la capitalización de mercado total y los fondos bajo gestión en España, los gastos son más bajos de lo esperado para la supervisión. Por otro lado, los costes dedicados para las actividades centrales (Autorización, Estrategia, Sanción) son en general consistentes con el promedio de reguladores. Los costes de la función de soporte asumiendo salarios medios, como porcentaje de los costes totales, están por encima del coste previsto: representan un total del ~35-40% sobre el total de gastos (incluido Legal), lo que significa una desviación sobre el promedio entre sus homólogos, situado en el entorno del ~30%. En este grupo de costes de soporte, los gastos en TI, instalaciones, recursos humanos y finanzas están en general en línea con sus homólogos, constituyendo aproximadamente el ~20% de la participación en el total. Otros costes (~15-20%) representan la desviación más importante sobre la media entre reguladores, situada algo por encima del ~5%, impulsado por los costes de personal en departamentos como Legal, Secretaría General o Estudios y Estadísticas. No obstante, si se agregan nuevas competencias a la CNMV esta desviación se compensará parcialmente, ya que los gastos generales deberían permanecer constantes.

Hay algunos aspectos relacionados con la **gestión del talento** que limitan la capacidad de la CNMV para reclutar y mantener el mejor talento, en parte debido a la rigidez en las carreras profesionales. En primer lugar, se requiere la autorización del Gobierno cada vez que la CNMV necesita aumentar el número de empleados de cualquier categoría profesional, ya que depende de la Oferta de Empleo Público del Gobierno, lo que lleva a una situación en la que no se pueden ocupar nuevos puestos rápidamente cuando hay una vacante abierta, y en un proceso que no está bajo su control. En el mejor de los casos, se necesitan de 7 a 8 meses para incorporar efectivamente a los nuevos empleados. La contratación de asesores externos para realizar algunas tareas de supervisión especializadas puede ser una forma de superar este problema. La gestión del talento está aún más limitada por el hecho de que la CNMV no puede utilizar libremente sus fondos para determinar las promociones, por lo que ofrece salarios menos competitivos que otros supervisores nacionales o internacionales (por ejemplo, el Banco de España) y entidades del sector privado, lo que resulta en una desventaja competitiva. Además, hay grupos de salarios por niveles jerárquicos, que también están limitados por el Gobierno, lo que hace que la creación de nuevos departamentos (lo que requiere la promoción de empleados) o simplemente la promoción del personal dependa de la aprobación del Gobierno, en un proceso largo e inflexible. Los factores antes mencionados hacen que los empleados vean limitaciones para encontrar oportunidades para su promoción, aumento de remuneraciones y desarrollo profesional. Por esta razón, un número significativo de trabajadores terminan trasladándose a otros supervisores o al sector privado. Para reducir esta tendencia, se

---

<sup>4</sup> Basado en el modelo de cálculo propio de Oliver Wyman, normalizado por el tamaño del Mercado. Estos resultados deben entenderse como una aproximación a la dirección de los costes en lugar de como una recomendación absoluta, que excede el alcance de este ejercicio comparativo.

podría formular una clara propuesta de valor para el empleado en torno a aspectos como el impacto del trabajo, el perfil internacional, las oportunidades de desarrollo, las opciones de movilidad o el equilibrio entre la vida laboral y la flexibilidad. El rediseño de la planificación de los perfiles profesionales, para atraer talento con experiencia en nuevas tecnologías que se utilizan cada vez más en los servicios financieros también se puede aprovechar para mejorar la gestión del talento. Finalmente, dado que los diferentes departamentos pueden tener diferentes necesidades de supervisión en diferentes momentos, la creación de un grupo polivalente de recursos de talento que podría utilizarse en los distintos departamentos en función de sus necesidades, es una forma posible de superar la escasez de recursos, al tiempo que proporciona una gran experiencia de aprendizaje para los empleados más jóvenes, mejorando el rendimiento general.

## Procesos clave

La CNMV se encuentra entre los reguladores líderes en **coordinación con organismos nacionales**, como las agencias gubernamentales, otros reguladores, entidades supervisadas, organismos profesionales o medios de comunicación. La interacción es especialmente profunda con otros supervisores, en los términos que se establecen formalmente en diferentes memorandos de entendimiento (MoU), como por ejemplo con el Banco de España y la DGSyFP. Esto es de especial importancia dado el enfoque sectorial de la supervisión de España. Las relaciones con otros grupos de interés también son sólidas, y en su mayoría se realizan a través del Comité Consultivo, que está compuesto por representantes de los diferentes sectores. La CNMV profundiza su relación con otros supervisores mediante esquemas de representación mutua en su Consejo, con representantes del Banco de España y de la Secretaría del Tesoro en el Consejo de la CNMV (en algunas jurisdicciones se considera que un puesto en el Consejo del representante de un gobierno es una amenaza potencial para la independencia, aunque en el caso de la CNMV no hay pruebas de que esto haya planteado ningún desafío para su independencia). Al mismo tiempo, representantes de la CNMV ocupan un puesto en el Consejo del Banco de España y en el FROB. La coordinación con otras partes interesadas podría mejorarse aún más definiendo una estrategia clara para este propósito, identificando los grupos con los que interactuar, el objetivo de la interacción y cómo llevarla a cabo.

La CNMV también cumple con los estándares líderes en la **interacción con los organismos internacionales**. El Departamento de Asuntos Internacionales está totalmente dedicado a los temas internacionales y sirve de conexión en estos asuntos a toda la organización. La posición de la CNMV sobre asuntos internacionales y su estrategia internacional son decididas por el Presidente y la Vicepresidenta junto con los Directores Generales, en coordinación con este departamento. La representación de la CNMV en comités especializados está a cargo de expertos en la materia, aunque se les informa y se les prepara para mantener la coherencia en toda la organización y a lo largo del tiempo. La relación con los organismos internacionales se establece formalmente en 8 MoUs con organizaciones supranacionales y otros 26 con supervisores en jurisdicciones internacionales. Las relaciones con las instituciones supranacionales se hacen más profundas por el hecho de que el Presidente y la Vicepresidenta de la CNMV alternan un puesto en diferentes órganos directivos de organizaciones supranacionales, como ESMA, ESRB, FSB o IOSCO. La función Internacional también trabaja como una "incubadora" de nuevas ideas, donde se prueban los nuevos conceptos observados en entornos internacionales, para luego transferir las competencias a otros departamentos en caso de que tengan éxito (por ejemplo, la supervisión de FinTech se desarrolló en este departamento y luego se transfirió a la función de Estrategia). La efectividad de la participación en reuniones internacionales podría mejorarse aún más al estandarizar el proceso que se emplea actualmente para la elaboración de una agenda predefinida en la

que los expertos de la CNMV pueden confiar, incluidos los temas a discutir, la posición de la CNMV y las opiniones de sus homólogos. Estos procesos ya tienen lugar para las reuniones de la alta dirección, en particular para ESMA e IOSCO.

El **desarrollo regulatorio** sigue un procedimiento minucioso en la CNMV, con una hoja de ruta estratégica que se presenta en su Plan de Actividades cada año. Esto incluye los objetivos de la política estratégica para los próximos 2 años, así como las regulaciones ("Circulares") que se planean redactar. La CNMV está en línea con otros reguladores líderes en este campo al tener roles claramente asignados y una coordinación eficiente entre los diferentes departamentos, en un proceso liderado por el Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales. Cualquier iniciativa regulatoria está dirigida por el experto en la materia correspondiente, que recibe información proveniente de todas las funciones de la organización, según el tema. Estrategia y Legal garantizarán la coherencia con la estrategia y proporcionarán garantía de calidad legal. En la CNMV, se tienen en cuenta las aportaciones externas al redactar la normativa, especialmente las provenientes de entidades supervisadas, el Comité Consultivo, que representa a diferentes partes interesadas, y agencias internacionales como la ESMA, que desarrolla la regulación europea así como las directrices que pueden implementarse. Una vez aprobada la regulación, los equipos de supervisión aseguran su implementación exitosa en los mercados.

La CNMV cuenta con un sólido **proceso de autorización**, que podría mejorarse aún más asegurando una mayor participación del departamento de supervisión. Observamos que algunos reguladores están avanzando hacia la autorización basada en actividades. En la CNMV, la autorización es una función independiente, dirigida por el Departamento de Autorización y Registro de Entidades (responsable de la autorización de las entidades) y la Dirección General de Mercados (a cargo de la autorización de las operaciones relacionadas con el mercado). La CNMV hace uso de mecanismos para mejorar la cooperación con entidades que buscan autorización, aprovechando los centros de llamadas especializados o celebrando reuniones cara a cara para guiarlos a través del proceso. La creación de un comité compuesto por equipos de supervisión y autorización, que permita el intercambio de conocimientos entre ambos<sup>5</sup>, podría acercar a la CNMV a sus homólogos líderes, siempre que esta formalización no obstaculice la rapidez y la agilidad del proceso actual. Además, tiene sentido construir una función de evaluación de *fit and proper* independiente, ya que la cantidad de este tipo de evaluaciones realizadas por la CNMV (más de 300 por año) es considerable<sup>6</sup>. Esto conduciría a una mayor eficiencia y consistencia en este proceso.

La **supervisión de los valores y el mercado** son el núcleo del mandato de la CNMV, y se llevan a cabo en toda la cadena de valor. Puede observarse un foco cada vez mayor en la aplicación de nuevas tecnologías a la supervisión. La CNMV debería incentivarlas aún más ya que se está poniendo al día con sus homólogos líderes en este sentido. Varios procesos ya se están automatizando o están a punto de serlo (por ejemplo, ya se están generando algunos informes automáticos sobre entidades supervisadas, existen algoritmos para crear clasificaciones basadas en el riesgo de las entidades y se usa software específico para aumentar las señales de alerta en situaciones de abuso de mercado). La CNMV aprovecha varias herramientas de supervisión de conducta, como el sistema de seguimiento de productos, el de seguimiento de las ventas y la publicidad, de análisis de la gobernanza y la cultura empresarial, de análisis de la formación del personal o de análisis de los datos de las reclamaciones. Se sigue un proceso de supervisión basado en el riesgo, haciendo uso

---

<sup>5</sup> Los Directores Generales aseguran coordinación entre sus departamentos por medio de reuniones ad-hoc y semanales.

<sup>6</sup> Según la CNMV, hay intención de establecer una función como esta en el corto plazo.

de datos históricos, factores prospectivos, así como información de las quejas y consultas de los inversores para evaluar los riesgos de las diferentes entidades. Sin embargo, este enfoque de riesgo no se aplica de manera transversal a toda la organización, sino que lo utilizan solo determinados departamentos, lo que significa que no existe un marco de riesgo interdepartamental para la supervisión. Aun reconociendo que el mandato de los diferentes departamentos de supervisión es diverso, la CNMV, al igual que otros supervisores, se beneficiaría del uso de procedimientos o herramientas comunes en departamentos como por ejemplo las plataformas de intercambio de conocimiento, etc. A medio plazo, el uso de herramientas comunes fomentaría una mayor simbiosis y oportunidad de compartir esfuerzos. Esto se ve mitigado por la reunión semanal del Comité de Dirección, que lleva a una comunicación abierta y permite que los diferentes Directores Generales, Presidente y Vicepresidenta se pongan al día sobre lo que está sucediendo en toda la organización en sus diferentes departamentos. Además de eso, tanto el Consejo como el Comité Ejecutivo aseguran una visión organizativa adecuada de los temas más importantes. Se lleva a cabo supervisión tanto *in situ* como de manera remota, dando prioridad a las inspecciones presenciales de firmas de alto riesgo, de nuevo, solo a nivel de departamento, sin un enfoque basado en el riesgo entre departamentos.

La **educación y la interacción con los inversores** se consideran una prioridad en la CNMV. Un Departamento de Inversores dedicado específicamente lidera todas las relaciones con los inversores, mientras que en cooperación con el Banco de España se promueve la educación financiera, siendo ésta responsabilidad del Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales. El Departamento de Inversores, que está integrado en la función Legal, tiene un amplio mandato para involucrar a los inversores, atender sus reclamaciones, preguntas, nuevas áreas de servicios financieros (por ejemplo, FinTech, Criptomonedas) y administrar las denuncias de irregularidades. Este departamento puede tramitar las reclamaciones de los clientes, a pesar de hacerlo sin poderes vinculantes. Sin embargo, puede referir casos particulares a los equipos de supervisión, que pueden redactar un informe que se puede elevar al Comité Ejecutivo, con la posibilidad de desencadenar un proceso sancionador. La CNMV está siguiendo la tendencia que se puede ver en sus homólogos líderes para aumentar y modernizar los canales de participación de los inversores, ya que cuenta con una sección dedicada a los inversores en su sitio web, y presencia en las redes sociales a través de una cuenta de LinkedIn y de Twitter, así como un canal de YouTube. La educación financiera se lleva a cabo en colaboración con el Banco de España, sobre la base de un MoU específico. El resultado de esto es el Plan de Educación Financiera, que representa una estrategia para aumentar la educación financiera entre la población española.

La CNMV tendrá un papel más influyente en la **supervisión macroprudencial** española, ya que el Gobierno ya ha creado AMCESFI, un nuevo organismo responsable de la supervisión macroprudencial en el que participa la CNMV. Presidido por el Ministerio de Economía y Empresa, tendrá un mandato más fuerte que el del comité existente (CESFI, del cual la CNMV también es miembro). Este nuevo organismo tendrá el poder de emitir opiniones formales y advertencias sobre el riesgo sistémico y la estabilidad financiera.

El **proceso de cumplimiento (sancionador)** de la CNMV involucra a todos los equipos de supervisión, que pueden emitir advertencias o recomendaciones cuando se observan ciertas conductas inapropiadas en el mercado. En caso de que se requieran medidas más estrictas (por ejemplo, multas), estos equipos redactan informes que luego se remiten al Comité Ejecutivo y a la función de lo contencioso y del régimen sancionador dentro de la Dirección General del Servicio Jurídico. Podemos ver una función sancionadora independiente en la mayoría de los homólogos líderes, que se ocupa de todo el proceso

sancionador. Es menos común observar las actividades de sanción blandas (advertencias, etc.) en los departamentos de supervisión, como lo hacemos en el caso de la CNMV.

La **innovación financiera** se considera una prioridad estratégica en la CNMV, que se materializa con la creación de la nueva Subdirección de FinTech y Ciberseguridad, que informará a la función de Estrategia. Para tratar mejor este tema, la CNMV lanzó el Portal de FinTech, un espacio informal que fomenta la interacción con las compañías de FinTech y los proveedores de servicios de FinTech en España. Esta plataforma conduce a una relación bidireccional que permite a los participantes ser asesorados sobre asuntos regulatorios, mientras que la CNMV puede hacer seguimiento de las innovaciones que están irrumpiendo en la industria que supervisa. También se está desarrollando un *sandbox* regulatorio que representa otra forma de apoyar a los operadores tradicionales de servicios financieros, que podría utilizar todo el sistema financiero español, y que está dirigida por la CNMV en lo concerniente a los mercados.

La CNMV cuenta con un sólido proceso de **planificación estratégica**. El diseño del plan estratégico tiene un responsable claro en la organización, que se encuentra en el Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales. El plan sigue las principales líneas estratégicas delineadas por el Presidente y el Comité Ejecutivo, mientras que también incluye sugerencias de todos los departamentos. El plan se presenta para su aprobación al Consejo e incluye objetivos que apoyan el cumplimiento de las metas de la política regulatoria (algunas líneas estratégicas para el próximo período de dos años que son definidas por el Presidente y el Comité Ejecutivo, y un número significativo - generalmente más de 40 - de objetivos anuales más específicos determinados al considerar los aportes de todos los departamentos). La estrategia se presenta en el Plan de Actividades anual, que incluye un resumen del cumplimiento de los objetivos del plan anterior. Una mayor transparencia en la comunicación del cumplimiento de los objetivos podría acercar a la CNMV a sus homólogos líderes, especialmente al publicar un informe más detallado que incluya ejemplos concretos de qué objetivos se cumplieron efectivamente y cuáles no<sup>7</sup>, así como objetivos que ya forman parte de la actividad habitual de la organización. La CNMV establece una conexión clara entre los objetivos del plan estratégico bianual y los objetivos anuales, lo que se considera la mejor práctica. Sin embargo, el supervisor podría reducir la distancia con los reguladores líderes con la introducción de indicadores (“KPIs”) específicos (esta medida ya se menciona en el plan de 2018) para la planificación estratégica y la alineación de las prioridades con el presupuesto, aunque en realidad la CNMV no tiene restricciones presupuestarias para este propósito.

La CNMV se beneficiaría con la mejora de su enfoque de la **gestión del desempeño**, al vincularlo mejor con la estrategia. El personal se evalúa anualmente en función de las competencias y los objetivos específicos de toda la organización, pero la gestión del desempeño se realiza solo a nivel de empleado, no a nivel de departamento o unidad (aunque es cierto que los objetivos de los directores pueden verse como los objetivos de sus propios departamentos). Además, hacer más evidente cómo los objetivos individuales se derivan desde la estrategia de la organización ayudaría a estandarizar dichos objetivos individuales entre departamentos. También sería beneficioso diseñar métricas de rendimiento claras, que hagan todo el proceso más transparente y que el salario variable ofreciera un mayor margen de actuación. Las palancas más habituales para lograr esto son aumentar la cuantía disponible para retribución variable, o evitar esquemas de “bolsa” o de suma cero en el reparto, que son los habituales en la CNMV, con la excepción de la alta

---

<sup>7</sup> Según la CNMV, este nivel de detalle se ha incluido en el Plan de Actividades de 2019 en relación con los objetivos detallados en el Plan de 2018

dirección (los Directores Generales y Directores que reportan directamente al Presidente), que sí tiene una compensación variable vinculada a los objetivos, regulada por la ley.

El marco de **gestión de riesgos** de la CNMV debe mejorarse considerablemente, con una clara asignación de responsabilidades y los recursos correspondientes en la organización. El establecimiento de una función de Riesgo elevada, con una línea de notificación directa al Presidente y dirigida por un Director de Riesgos (CRO) claramente conduce a la definición de responsabilidades para la gestión de riesgos en el marco extendido de las 3 Líneas de Defensa (3 LdD). En este marco, la 2ª LdD debería garantizar constantemente el cumplimiento de los procedimientos de gestión de riesgos. No observamos tal grado de visibilidad y recursos para la función de Riesgo independiente, ni claridad sobre el esquema de 3 LdD en la CNMV, aunque de acuerdo con su regulación interna, el papel está bajo el mandato del Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales. Se está considerando la creación de dicho marco<sup>8</sup>, aunque su calendario de finalización aún no está claro. Para garantizar una evaluación y gestión de riesgos adecuada, la CNMV debería nominar a un CRO con el mandato de implementar de manera efectiva el marco generalizado de 3 LdD, con una taxonomía y un mapa de riesgos integral. Finalmente, el supervisor debe promover una cultura de gestión de riesgos en toda la organización, haciendo uso de programas de formación.

Se están desarrollando varias iniciativas importantes de **digitalización** en la CNMV, que acercarán al supervisor a las mejores prácticas. Estos incluyen la digitalización de procesos internos y la interacción con entidades supervisadas. Sin embargo, estas iniciativas tácticas no se incorporan a una estrategia integral más amplia. La CNMV se beneficiaría al comenzar el diseño de una estrategia de varios años, que incluya la visión y los objetivos generales, así como metas y plazos específicos para lograrlos. Asignar una responsabilidad clara a un responsable de esta estrategia mejoraría su probabilidad de éxito. Los homólogos principales están estableciendo funciones dedicadas u órganos rectores para este propósito. Además, se debe fomentar una cultura digital, comenzando por la alta dirección, que es clave para lograr dicha aceptación organizacional. También se necesitan formaciones específicas para mejorar las capacidades de los empleados y que puedan trabajar mejor con estas nuevas tecnologías. Dada la limitación de la CNMV para crear nuevos departamentos, hacer de esto un elemento prioritario del mandato para una función ya existente podría ser una alternativa, en cuyo caso la función de TI es el mejor candidato<sup>9</sup>. Además, la estrategia debe incluir la forma en que la CNMV planea incorporar nuevas tendencias en tecnología como Big Data, Inteligencia Artificial y Aprendizaje Automático con el propósito de supervisión financiera.

Las observaciones en la mayoría de los reguladores internacionales muestran que la **externalización** se usa a veces, particularmente en inspecciones técnicas altamente especializadas que requieren experiencia específica. La CNMV rara vez se apoya en asesores externos para los procesos de supervisión y podría beneficiarse de hacerlo para algunas investigaciones técnicas concretas *in situ* o de manera remota (por ejemplo, *mystery shopping*). Otras funciones de soporte como Recursos Humanos, instalaciones, mantenimiento de TI y actividades de seguridad laboral también son susceptibles de ser subcontratadas.

---

<sup>8</sup> Según la CNMV hay una propuesta en curso para actualizar el mandato y modelo operativo de la función de Riesgo interno.

<sup>9</sup> Según la CNMV hay una propuesta en curso para reflejar este aspecto en la regulación interna de la CNMV, como parte de las funciones de TI.

## Resumen de las principales conclusiones

Después de analizar datos de una gran variedad de fuentes, la conclusión de este estudio comparativo es que la CNMV está en línea con los estándares de la industria en la mayoría de las dimensiones evaluadas.

### **Áreas en las cuales la CNMV está en línea con las mejores prácticas**

La CNMV es líder en varios campos de la efectividad organizacional, aplicando las mejores prácticas que están por encima del estándar de sus homólogos.

#### *Mecanismos externos de rendición de cuentas*

La CNMV hace uso de varios mecanismos externos de rendición de cuentas. Estos incluyen la publicación regular y consistente de documentos clave, incluido un Informe Anual, donde se presentan las actividades y logros del año anterior, que es presentado por el Presidente en el Congreso, y un Plan de Actividades, que describe los objetivos estratégicos para el período venidero. El supervisor también interacciona con organismos externos a través de un Comité Consultivo compuesto por representantes de los distintos sectores involucrados. Las auditorías periódicas realizadas por el Tribunal de Cuentas (órgano constitucional independiente del Gobierno) y por el la Intervención General de la Administración del Estado (órgano interno dependiente orgánicamente del Gobierno), validan la situación financiera de la CNMV. Todos estos mecanismos están acompañados por una relación fuerte y transparente con la prensa y el público.

#### *Coordinación con otros organismos nacionales*

La CNMV tiene buenas relaciones y una fuerte coordinación con otras autoridades nacionales, con especial atención en la interacción con otros supervisores financieros, un aspecto clave dado el enfoque sectorial de supervisión observado en España. Estas relaciones se formalizan a través de varios memorandos de entendimiento entre los diferentes supervisores, así como la representación mutua en los distintos Consejos (p.ej., la CNMV y el Banco de España tienen un representante en el Consejo del otro).

#### *Coordinación con organismos internacionales*

Las relaciones internacionales son extremadamente importantes para la CNMV, al ser España Estado Miembro de la UE y la membresía en ESMA e IOSCO del supervisor. El Departamento de Asuntos Internacionales es responsable de los tratos internacionales de la CNMV, al tiempo que actúa como el punto de conexión de toda la organización en tales asuntos. Este departamento, junto con el Presidente, la Vicepresidenta y los Directores Generales, definen la posición y la estrategia de la organización en asuntos internacionales. La representación de la CNMV en comités especializados está a cargo de expertos en la materia, aunque se les informa y se les prepara para mantener la coherencia en toda la organización y a lo largo del tiempo.

Las relaciones internacionales de la CNMV se formalizan a través de numerosos memorandos de entendimiento con organizaciones tanto nacionales como supranacionales en diferentes jurisdicciones. El Departamento de Asuntos Internacionales también asume un papel como "incubadora" de nuevas ideas, observadas en otros reguladores internacionales. En caso de que el desarrollo de estas nuevas prácticas sea exitoso, las iniciativas serán trasladadas a las competencias del departamento correspondiente.

### *Desarrollo del proceso regulatorio*

El desarrollo de políticas en la CNMV se basa en una hoja de ruta regulatoria, que se incluye en el Plan de Actividades anual. El proceso de desarrollo regulatorio es administrado por el Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales. Cualquier iniciativa de política específica está dirigida por el experto en la materia correspondiente, considerando las aportaciones de todos los departamentos que reflejan su experiencia de supervisión. El área de Estrategia y el departamento Legal garantizan la coherencia con la estrategia y proporcionan una garantía de calidad legal. Las contribuciones externas del Comité Consultivo, las entidades supervisadas y los organismos internacionales como ESMA también se tienen en cuenta al desarrollar la regulación.

### **Posibles áreas de mejora: Principales oportunidades y beneficios potenciales**

Este ejercicio de evaluación comparativa también mostró algunas áreas en las que la CNMV se desvía de las mejores prácticas, lo que representa un margen de mejora en el que la inversión conduciría a un desarrollo positivo de su eficacia organizativa.

#### *Proceso de nombramiento de los miembros del Consejo*

La CNMV se beneficiaría si el nombramiento de ciertos miembros del Consejo se escalonara formalmente a lo largo del tiempo, por ejemplo, reemplazando sólo a un tercio de los consejeros cada uno o dos años, asegurando así la continuidad en el trabajo y en la visión del Consejo. Un aumento en el período de permanencia de 4 a 6 años también reforzaría esta continuidad en el mandato.

#### *Autonomía en la definición del personal y gestión del talento*

La CNMV no puede aumentar la plantilla ni contratar personal nuevo sin la autorización del Gobierno. Con respecto a la independencia financiera, la CNMV financia toda su actividad a través de tasas que se cobran a las entidades supervisadas. Sin embargo, no puede decidir sin el permiso previo del Gobierno cómo puede usarse este presupuesto para fines salariales. Esta limitación afecta el pago individual a los empleados de la CNMV, pero también representa una limitación en términos de diseño de organigramas, ya que el número total de departamentos y subdirecciones no puede cambiar sin aprobación. Dicha rigidez impone limitaciones a las oportunidades de desarrollo profesional que se pueden ofrecer a los empleados, y a la competitividad de la CNMV con respecto a otras ofertas del sector público y privado.

La CNMV está limitada en sus capacidades de gestión del talento, ya que depende de la Oferta de Empleo Público con la autorización del Gobierno, lo que representa una limitación ya que las nuevas vacantes no se pueden cubrir con rapidez.

También observamos que las nuevas tecnologías que se utilizan en los servicios financieros crean la necesidad de cambiar los perfiles de reclutamiento de empleados, para así obtener talento con experiencia en áreas como la ciencia de datos o IA y Aprendizaje Automático. Adaptar la planificación de la fuerza laboral para tener en cuenta estas nuevas realidades resultará beneficioso para el trabajo de supervisión de la CNMV.

#### *Órgano de gobierno*

El Consejo de la CNMV tiene un mandato claro con responsabilidades bien definidas y un nivel razonable de experiencia garantizado por las trayectorias profesionales diversas de sus miembros. Lo mismo puede decirse con respecto al Comité Ejecutivo de la CNMV, que es el órgano que ejerce por delegación de manera permanente la mayoría de los poderes

del Consejo, y que opera en la práctica como el principal órgano de supervisión y gestión de la CNMV (de hecho el Consejo funciona como un "Comité Ejecutivo ampliado" con dos miembros adicionales, el Secretario General del Tesoro Español y el Subgobernador del Banco de España, y se ocupa sólo de ciertas decisiones relevantes y de planificación específicas, celebrando reuniones a lo sumo una vez al mes mientras que el Comité Ejecutivo se reúne cada semana).

Sin embargo, hay algunas oportunidades de mejora en este campo. Aunque hay algunos controles y contrapesos (en su mayoría proporcionados por los tres miembros no ejecutivos del Comité Ejecutivo, que no participan en las actividades del día a día, y los dos miembros externos del Consejo y el Parlamento, a los que el Presidente de la CNMV debe presentar el Informe Anual e informar cada vez que se solicite), sería apropiado adoptar medidas para promover la efectividad y profundidad de las discusiones y contrapesos frente al Presidente Ejecutivo. Es cierto que tener un Presidente Ejecutivo es una práctica común entre los reguladores homólogos, pero esto plantea dificultades teóricas a la efectividad de las discusiones y al empoderamiento para impulsar mandatos complejos (p.ej., combinar las prioridades diarias con una influencia más profunda u objetivos de transformación a largo / medio plazo), que algunos supervisores (por ejemplo, ASIC) han abordado separando poderes. La creación de mecanismos de evaluación de la efectividad del Consejo también podría fortalecer el nivel de desafío actual y percibido, sin requerir cambios adicionales en el modelo de gobernabilidad. Además, contar con programas de formación del Consejo y mecanismos formales de control de calidad de los informes utilizados por el Consejo para apoyar la toma de decisiones acercaría a la CNMV a los homólogos líderes.

#### *Cooperación e intercambio entre departamentos*

La CNMV muestra algunas características de la estructura organizativa observadas en los homólogos líderes, como el hecho de que su principio de organización principal es por área de actividad, lo que lleva a un control manejable por parte del Presidente y la Vicepresidenta, que en conjunto tienen siete líneas de reporte directas (aunque dos de los departamentos reportan sólo al Presidente, y uno sólo a la Vicepresidenta). Al mismo tiempo, es una buena práctica entre los reguladores de mayor tamaño contar con empleados trabajando exclusivamente en centros transversales de excelencia, donde la experiencia se agrupa y se implementa en todos los segmentos de la industria.

#### *Gestión del desempeño*

La CNMV ha diseñado y realizado evaluaciones de desempeño individualizadas para todos los empleados, excepto los miembros de los órganos rectores. La CNMV podría acercarse a sus homólogos líderes en la gestión del desempeño si extendiera su marco para incluir los objetivos a nivel de departamento, que deberían derivarse en cascada de la estrategia de la organización, y luego servir como punto de partida para el establecimiento de objetivos individuales. No obstante, el sistema de gestión del desempeño, debido a la falta de medios en el área de recursos humanos, en estos momentos se ha dejado de aplicar. Además, la publicación de los resultados de la gestión del desempeño de la organización en el Informe Anual de la CNMV aportaría más transparencia a todo el proceso.

Asimismo, la CNMV está limitada en sus capacidades de gestión del rendimiento, ya que los salarios variables están sujetos a la aprobación del Gobierno, por lo que se pierde uno de los mecanismos más eficaces de gestión del desempeño.

### *Gestión y control del riesgo*

Los reguladores líderes en gestión de riesgos tienen una función de Riesgo independiente, generalmente con una línea de informe directo al Consejo o al Presidente, que es responsable de la gestión de riesgos en la organización. Esto va acompañado de una implementación efectiva del marco de las 3 Líneas de Defensa, con una asignación clara de los respectivos responsables de cada una de ellas, lo que mejora la gestión del riesgo al tiempo que fomenta un sentido de responsabilidad por parte de los responsables de cada tipo de riesgo. Las herramientas de administración de riesgos efectivas y fáciles de usar, como los mapas de riesgo o los paneles de control que permiten una visualización clara de los riesgos a los que se enfrentan en cualquier momento, también son una condición necesaria para una administración de riesgos efectiva. Además, la definición precisa del apetito al riesgo de la organización sirve como guía para la formulación de políticas y el trabajo de supervisión, al tiempo que fomenta una cultura del riesgo en toda la organización.

También observamos cierta falta de independencia en la función de Auditoría Interna, ya que el Departamento de Control Interno informa al Consejo (que, por supuesto, está presidido por el Presidente). Su independencia (y ciertamente la percepción de independencia) se vería reforzada, por ejemplo, si este departamento reportara únicamente ante miembros no ejecutivos del Consejo.

### *Digitalización*

Si bien hay varias iniciativas de digitalización que se están llevando a cabo actualmente en la CNMV, como la automatización de varios procedimientos internos (por ejemplo, informes de transacciones, generación de diferentes informes sobre entidades supervisadas) y la comunicación con entidades supervisadas, no existe una estrategia integral para la digitalización<sup>10</sup>. Dicha estrategia aseguraría que todas las iniciativas se dirijan hacia el logro de los objetivos generales, reforzando el mensaje para los empleados y el público en general con respecto a la intención de la CNMV de abrazar la capacidad transformadora de los datos y la tecnología. Esta estrategia debe incluir la forma en que la CNMV pretende utilizar el *Big Data* y las nuevas tecnologías (como la Inteligencia Artificial y el Aprendizaje Automático) para hacer que su trabajo de supervisión sea más eficiente y efectivo. El establecimiento de un comité o una función específica para llevar a cabo una estrategia de este tipo permitiría fijar responsabilidades, maximizando así su probabilidad de éxito.

---

<sup>10</sup> Según la CNMV, hay una propuesta en curso para reflejar este aspecto en la regulación interna de la CNMV como parte de las funciones de TI.



Oliver Wyman  
Paseo de la Castellana 216, P1. 13  
28046 Madrid  
Spain