

Mercado de Capitales

# El régimen de las empresas de servicios de inversión en la nueva Ley de los Mercados de Valores

Se describen los principales cambios en el régimen de supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión de la Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, así como la nueva figura de las empresas de asesoramiento financiero nacionales.

## REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza  
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

**L**a Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (nueva LMV), incorpora novedades en el régimen de las empresas de servicios de inversión (ESI), a las que dedica su título V (arts. 122 a 181). En este análisis nos detendremos en tres de ellas: la consideración de las grandes empresas de servicios de importancia sistémica como entidades de crédito, la clasificación de las empresas de servicios de inversión en atención a los requisitos prudenciales y la creación de una nueva figura de empresa de asesoramiento financiero que no tiene la consideración de empresa de servicios de inversión: las empresas de asesoramiento financiero nacionales.

Estas novedades traen causa de la necesaria transposición de la normativa europea del 2019 respecto a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión. La tercera, además, atiende a la situación existente en nuestro país con pequeñas empresas de asesoramiento financiero, personas físicas o jurídicas.

### 1. Las grandes empresas de servicios de inversión se consideran entidades de crédito y quedan sometidas a la supervisión del Banco de España

Es la exposición de motivos de la Ley de los Mercados de Valores la que aclara esta

cuestión, ya que en su título V no se dice expresamente. La modificación del Reglamento 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, por el Reglamento 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, amplía el concepto de *entidad de crédito* para incluir en él a las sociedades de valores sistemáticamente relevantes.

No hubiera estado de más incluir un artículo en la nueva Ley de los Mercados de Valores en este sentido (las empresas de servicios de inversión de importancia sistémica son entidades de crédito), pero el legislador español ha optado por modificar únicamente al respecto la Ley 10/2014, de 26 de junio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Entidades de Crédito, por una ley de título imposible<sup>1</sup>, de forma que, cuando se apruebe la reforma, serán entidades de crédito (nueva redacción de su artículo 1) «a) [l]as empresas autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia» y «b) [l]as empresas autorizadas referidas en el artículo 4.1.1b del Reglamento (UE) núm. 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio del 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012».

El legislador europeo considera que las sociedades de valores que realizan los servicios de inversión de negociación por cuenta propia y de aseguramiento de instrumentos financieros —o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme—, siempre que el valor total de sus activos consolidados sea igual o superior a treinta mil millones de euros (o sea inferior, pero la empresa de servicios de inversión integre un grupo en el que el valor total de los activos consolidados de las empresas que realizan estos servicios de inversión en el seno del grupo sea igual o superior a los treinta mil millones), tienen la consideración de entidad de crédito (art. 4.1.1b del Reglamento 575/2013).

La razón de considerar estas grandes sociedades de valores como entidades de crédito es que su actividad puede plantear riesgos de importancia sistémica para la estabilidad financiera dada su interconexión con otros agentes financieros, riesgos sistémicos que son similares a los de las entidades de crédito. Así se indica en los considerandos de la Directiva 2019/2034, de 19 de noviembre, y en el Reglamento 2019/2033, de 27 de noviembre, normas ambas dedicadas a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión. Por ello, estas grandes empresas de servicios de inversión han de cumplir los requisitos prudenciales de las entidades de crédito (art. 124 nueva LMV). Se va a introducir un nuevo artículo 6 bis en la Ley 10/2014 que obligará a dichas empresas a solicitar la

---

<sup>1</sup> La disposición final primera *quater* del Proyecto de Ley de trasposición de Directivas de la Unión Europea en materia de accesibilidad de determinados productos y servicios, migración de personas altamente cualificadas, tributaria y digitalización de actuaciones notariales y registrales y por la que se modifica la Ley 12/2011, de 27 de mayo, sobre responsabilidad civil por daños nucleares o producidos por materiales radiactivos, modifica varios preceptos de la Ley 10/2014 para someter a estas grandes empresas de servicios de inversión sistemáticamente importantes al régimen de las entidades de crédito. Se maneja el texto del *Informe de la ponencia* publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* (Congreso) de 13 de abril del 2023.

autorización del Banco de España para operar como entidades de crédito.

Dado que en España estas actividades (negociación por cuenta propia y aseguramiento o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso en firme), cuando las realizan entidades con activos consolidados de valor igual o superior a treinta mil millones de euros, son efectuadas en la práctica por las entidades de crédito, la reforma previsiblemente no va a afectar a las empresas de servicios de inversión registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La Ley de los Mercados de Valores únicamente recoge en el artículo 168 unas especialidades que en materia de gobierno corporativo se aplican también a los grupos consolidables en los que se integren estas grandes empresas de servicios de inversión y a las entidades dominantes que sean sociedades financieras de cartera o sociedades financieras mixtas de cartera. Se establece así el modelo *twin peaks* para estas empresas de servicios de inversión de importancia sistémica al quedar sometidas a la supervisión prudencial del Banco de España como entidades de crédito y a la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su actuación como empresas de servicios de inversión. Esto ya sucede con las entidades de crédito tradicionales (fundamentalmente bancos) que cuentan con la autorización para prestar servicios de inversión conforme al artículo 128.3 de la nueva Ley de los Mercados de Valores (que no cambia en este punto), a las que les son aplicables las normas de dicha ley cuando prestan servicios de inversión.

## 2. La nueva clasificación de las empresas de servicios de inversión en función de su tamaño y la aplicación de los requisitos de supervisión prudencial

### 2.1. Las empresas medianas que no son consideradas entidades de crédito

El artículo 122 de la Ley de los Mercados de Valores recoge el concepto de *empresa de servicios de inversión* contenido en el artículo 4 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión, completando el del texto refundido del 2015.

Al margen de las grandes empresas de servicios de inversión sistémicamente importantes que tienen la consideración de entidades de crédito, el artículo 124 de la nueva ley, en una interpretación conjunta con el artículo 1 del Reglamento (UE) 2019/2033, de 27 de noviembre, sobre los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, clasifica a estas empresas en función de su tamaño para someterlas, si procede, a la normativa de las entidades de crédito en materia de supervisión prudencial.

*Grosso modo*, los umbrales que se establecen son los siguientes: quince mil millones de euros de valor total de sus activos o superior —en todo caso, se les aplican los requisitos de supervisión prudencial de las entidades de crédito—, cinco mil millones de euros (es entonces la Comisión Nacional del Mercado de Valores quien decide en su caso someterlas a los requisitos bancarios de supervisión prudencial) y, para las empresas de servicios de inversión cuyos activos sean inferiores a cinco mil millones de euros (o entre cinco mil y quince mil), se prevé la aplicación de las normas de supervisión prudencial establecidas en la Ley de los Mercados de Valores y en su desarrollo reglamentario.

De esta forma, por debajo del umbral de los treinta mil millones de euros, las

empresas de servicios de inversión han de cumplir los requisitos prudenciales previstos en el Reglamento 575/2013, de 26 de junio (siempre que la empresa de servicios de inversión no sea un operador en materias primas y derechos de emisión, un organismo de inversión colectiva o una empresa de seguros), cuando cumplan cualquiera de las condiciones siguientes:

- a) que el valor total de sus activos consolidados sea igual o superior a quince mil millones de euros calculados como media de los doce meses anteriores (excluyendo los activos individuales de cualquier filial establecida fuera de la Unión);
- b) que el valor total de sus activos consolidados sea inferior a quince mil millones de euros y la empresa forme parte de un grupo en que el valor total de los activos consolidados de todas las empresas del grupo que posean cada una por separado un total de activos inferior a quince mil millones y que realicen negociación por cuenta propia, aseguramiento o colocación con compromiso en firme de instrumentos financieros sea igual o superior a quince mil millones (excluyéndose también los activos individuales de cualquier filial establecida fuera de la Unión);
- c) que la empresa de servicios de inversión esté sujeta a una decisión de la autoridad competente adoptada en tal sentido de conformidad con el artículo 5 de la Directiva (UE) 2019/2034.

En segundo lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores «podrá someter

a una empresa de servicios de inversión al marco normativo [prudencial] de las entidades de crédito [...], siempre que el valor total de los activos consolidados de la empresa de servicios de inversión, calculado como la media de los doce meses anteriores, sea igual o superior a 5000 millones de euros y se cumplan las condiciones que se establezcan reglamentariamente teniendo en cuenta el tamaño, la naturaleza, la escala y la complejidad de las actividades, así como el riesgo sistémico de la empresa». Por debajo del umbral de cinco mil millones de euros de activos consolidados se encuentran, según se lee en la exposición de motivos de la Ley de los Mercados de Valores, la mayoría de las empresas de servicios de inversión del mercado español.

Por otra parte, el apartado tercero del artículo 124 de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, con una redacción manifiestamente mejorable, prevé que la Comisión podrá autorizar, previa solicitud de la empresa de servicios de inversión, su sumisión a los requisitos prudenciales de las entidades de crédito establecidos en el Reglamento 575/2013. Esta posibilidad se reconoce para las filiales incluidas en la supervisión en base consolidada de una entidad de crédito, una sociedad financiera de cartera o una sociedad financiera mixta de cartera. La Comisión habrá de valorar «que la aplicación de los requisitos de fondos propios del Reglamento (UE) núm. 575/2013 en base individual para la empresa de servicios de inversión y en base consolidada para el grupo, como corresponda, es prudencialmente sólida, no conlleva una reducción de los requisitos de fondos propios de la empresa de servicios de

inversión con arreglo al presente reglamento y no se ha llevado a cabo con fines de arbitraje regulatorio» (art. 1.5 de la Directiva 2019/2034).

Estas empresas de servicios de inversión a las que se refieren los tres primeros apartados del artículo 124 son supervisadas en lo que no se refiera a los requisitos prudenciales —pues ello es competencia del Banco de España— conforme a lo establecido la Ley de los Mercados de Valores.

## 2.2. *Las pequeñas empresas de servicios de inversión*

El artículo 12 del Reglamento 2019/2033 recoge la categoría «empresas de servicios de inversión pequeñas y no interconectadas». Para poder recibir tal calificación, han de cumplir una serie de criterios de entre los que destacamos los siguientes: que el valor de los activos gestionados sea inferior a mil doscientos millones de euros, que el valor de las órdenes de clientes intermediadas no alcancen los cien millones de euros diarios para las operaciones al contado (o los mil millones de euros al día para los derivados), que el valor de los activos custodiados o administrados por cuenta de clientes y los saldos transitorios de clientes en su poder sea igual a cero, que no negocien por cuenta propia ni ejecuten órdenes de clientes en su propio nombre y que su riesgo de posición neta sea igual a cero. Se trata, pues, de agencias de valores, sociedades gestoras de carteras y empresas de asesoramiento financiero cuyos ingresos totales brutos anuales procedentes de los servicios y actividades de inversión son además inferiores a treinta millones de euros, calculados como una media sobre la base de

las cifras anuales del periodo de dos años inmediatamente anterior al ejercicio financiero de que se trate. Además, el artículo 12 del citado reglamento exige que el importe total del balance y de las cuentas de fuera de balance de la empresa de servicios de inversión sea inferior a cien millones de euros.

Para estas empresas de servicios de inversión pequeñas y no interconectadas se establecen menores requisitos de capital interno y de activos líquidos. Han de remitir con carácter anual (y no trimestral como las de mediano tamaño) a la Comisión Nacional del Mercado de Valores un informe sobre el nivel y composición de sus recursos propios, así como acerca del riesgo de concentración y los requisitos de liquidez, entre otros contenidos (art. 173 nueva LMV). Se les exige también de la obligación de crear un comité de riesgos en el seno del consejo de administración (art. 175), y tampoco han de cumplir con la obligación establecida en el artículo 172 para las empresas de servicios de inversión de contar con sistemas, estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos con el fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno y de activos líquidos que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos que estas empresas de servicios de inversión pueden suponer para terceros a los cuales estén o puedan estar expuestas ellas mismas. Ello sin perjuicio de que la Comisión Nacional de los Mercados de Valores pueda imponerles requisitos adicionales de fondos propios siempre que lo considere justificado (art. 258.6 nueva LMV). Habrá de esperarse a la aprobación de la normativa de desarrollo para conocer el alcance concreto

de estas particularidades de su régimen jurídico.

### 3. La nueva figura de empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN)

Más de la mitad de las empresas de servicios de inversión registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores son empresas de asesoramiento financiero. La opción de la política legislativa ha sido el reconocer la realidad de las pequeñas empresas de servicios de inversión que operaban en nuestro país prestando el servicio de asesoramiento en materia de inversión para excluirlas, *ministerio legis* o a solicitud de la empresa, del concepto de *empresa de servicios de inversión* (vide art. 128.5 nueva LMV). En todo caso, quedan excluidas de ese concepto las empresas de asesoramiento financiero que sean personas físicas, puesto que la definición de *empresa de servicios de inversión* queda circunscrita a las personas jurídicas (art. 4.1.1 de la MiFID II —Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros—), al no haberse acogido en la ley española la posibilidad prevista en el propio artículo 4 de la MiFID II que permite considerar empresas de servicios de inversión a las personas físicas que cumplan una serie de requisitos. En un plazo de nueve meses desde la entrada en vigor de la Ley de los Mercados de Valores (7 de abril), las personas físicas que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión habrán de ser dadas de baja de oficio por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del Registro de Empresas de Asesoramiento Financiero en el Registro de Empresas de Servicios de Inversión. Para las empresas de asesoramiento financiero que sean personas jurídicas, es voluntaria en este mismo plazo la solicitud de baja en el Registro de Empresas de Asesoramiento Financiero y de alta en el de las empresas de asesoramiento

financiero nacionales (disp. trans. quinta de la nueva LMV). Si optan por permanecer como empresas de servicios de inversión, les es aplicable la Ley de los Mercados de Valores —pendiente de desarrollo reglamentario—. Si deciden registrarse como empresas de asesoramiento financiero nacionales (no ESI), quedan sometidas conforme al principio de proporcionalidad a los requisitos de las empresas de asesoramiento financiero que tienen la consideración de empresas de servicios de inversión, si bien con unos menores requisitos de capital inicial y otros extremos que se determinarán en la norma reglamentaria. Por tanto, estas empresas de asesoramiento financiero nacionales podrán ser personas físicas o jurídicas y les queda vedada la prestación de servicios de asesoramiento financiero en el extranjero (sea en otros Estados miembros de la Unión Europea, sea en un tercer país).

Si tienen personalidad jurídica, pueden operar a través de agentes vinculados (como las empresas de servicios de inversión, vide art. 130 nueva LMV). Su autorización corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (al igual que las empresas de servicios de inversión, art. 131) y habrán de inscribirse en el correspondiente Registro del supervisor. Deberán adherirse al fondo de garantía de inversores (arts. 134 y 188); la modificación de sus estatutos queda sometida al procedimiento de autorización de nuevas entidades (art. 137), así como las modificaciones estructurales en las que pudieran verse implicadas (art. 139). De igual manera que sucede con las empresas de servicios de inversión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores está legitimada para solicitar su declaración de concurso (art. 141).

Les es también aplicable el régimen de participaciones significativas y de comunicación

de su estructura accionarial previsto para las empresas de servicios de inversión.

El que no se consideren empresas de servicios de inversión, pero sí estén sometidas al régimen de la Ley de los Mercados de Valores, implica añadir referencias expresas a estas empresas de asesoramiento financiero nacionales en materia de requisitos de información, gobierno corporativo y organización interna de las empresas de servicios de inversión, así como sobre normas de conducta y régimen administrativo sancionador. Quedan lógicamente exentas de la aplicación del régimen de solvencia y recursos propios previsto para las empresas de servicios de inversión.

Como hemos indicado, habrá de esperarse al desarrollo reglamentario de la Ley de los Mercados de Valores sobre las empresas de asesoramiento financiero nacionales para conocer los detalles de su régimen jurídico (art. 128.5 nueva LMV). En las disposiciones transitorias, el legislador ha previsto respecto a su adhesión al fondo de garantía de inversores que estas empresas de asesoramiento financiero nacionales «dispondrán de un plazo de tres meses desde la publicación del reglamento de desarrollo de esta ley para su adhesión al FOGAIN, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 188.1 de esta ley» (disp. trans. sexta). Es previsible una pronta publicación del nuevo real decreto que desarrolle su régimen.