

Josefina García Pedroviejo y Álvaro Conde

## Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades para empresas de servicios de inversión

### 1. Introducción

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“**LMV**”) introduce importantes novedades en lo que respecta al régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión (“**ESI**”), como consecuencia directa de la incorporación al ordenamiento jurídico nacional de:

- (i) Por un lado, el nuevo marco normativo prudencial europeo, compuesto por: (i) la Directiva 2019/2034/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión (“**IFD**”); y (ii) el Reglamento (UE) n.º 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014 (“**IFR**”). En este sentido, si bien gran parte de la reforma operada por IFD e IFR será recogida y detallada en el texto definitivo del Real Decreto sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (“**RD ESI**”), la LMV establece un marco general de requisitos de supervisión prudenciales aplicable a las ESI en función de su tamaño, riesgo sistémico e importancia económica, lo que conlleva una profunda modificación del régimen jurídico de dichas entidades respecto al establecido por el TRLMV.
- (ii) Por otro, en materia de normas de conducta, la Directiva 2021/338, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE (conocida como MiFID II) en lo que respecta a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19 (“**Directiva Quick Fix**”).

Analizamos en esta nota jurídica estas novedades.

### 2. Directiva IFD y Reglamento IFR

#### 2.1 Requisitos prudenciales

La nueva LMV establece un marco regulatorio que implica una mayor exigencia en materia de recursos propios ante potenciales responsabilidades de las entidades y, al mismo tiempo, se respeta el principio de proporcionalidad al tener en consideración la naturaleza y riesgos inherentes de las mismas, de manera que no se produce un menoscabo en su desarrollo.

La LMV recoge en su artículo 124 las entidades a las que seguirán siendo de aplicación los requisitos financieros establecidos en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión (“**CRR**”). Estas entidades, además de las consideradas entidades de crédito a todos los efectos (con carácter general, aquellas cuyo valor total de sus activos consolidados es igual o superior a treinta mil millones de euros), son las que están autorizadas a prestar el servicio de negociación por cuenta propia o aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de los mismos

sobre la base de un compromiso firme cuando el valor de sus activos consolidables sea igual o superior a quince mil millones de euros.

Además, la LMV otorga en el segundo y tercer apartado del artículo 124 la potestad a la CNMV de, por un lado: (i) determinar la aplicación de los requisitos financieros de CRR a entidades cuyo valor total de activos consolidados sea igual o superior a cinco mil millones, siempre que se cumplan las condiciones establecidas reglamentariamente en lo relativo a su tamaño, naturaleza, escala y complejidad de actividades, así como a su riesgo sistémico; y, por otro (ii) permitir su aplicación a ESI filiales de grupos bancarios que cumplan determinados requisitos, a fin de facilitar la supervisión prudencial de dicho tipo de entidades, siempre que ello no implique unos requisitos de fondos propios reducidos.

Por su parte, las demás empresas de servicios de inversión estarán sometidas a la regulación prudencial establecida en la LMV así como en su desarrollo reglamentario, lo que en la práctica supone la mayoría de las ESI. No obstante, dentro de las ESI es necesario distinguir aquellas denominadas (tanto por IFR como por la propia LMV) como “empresas de servicios de inversión pequeñas y no interconectadas<sup>1</sup>” (“**ESIPNI**”), que están exentas o sujetas con determinadas particularidades o exenciones a varios de estos requisitos.

Asimismo, mediante la nueva categorización de ESI se garantiza que las mismas llevan a cabo una gestión ordenada y prudente en el mejor interés de sus clientes, considerando tanto su propia naturaleza y volumen de actividades como su relevancia en la industria financiera actual y sus riesgos implícitos.

A este respecto, la Sección 1ª del Capítulo VI del Título V recoge los nuevos requisitos de carácter financiero aplicables a las ESI en lo que respecta principalmente a:

- (a) Requisitos financieros: en su artículo 171 la LMV establece que las obligaciones derivadas de IFR serán de aplicación directa a las ESI, las cuales deben comunicar a la CNMV los resultados y los elementos de cálculo correspondientes.
- (b) Capital interno y activos líquidos: el artículo 172 LMV introduce la obligación para aquellas ESI que no cumplan con los requisitos para considerarse ESIPNI, de disponer de sistemas y procedimientos sólidos, adecuados y proporcionados a su escala, naturaleza y complejidad, con el fin de evaluar y mantener los importes, tipos y distribución de capital interno y activos líquidos adecuados para cubrir su naturaleza y riesgos. No obstante, la CNMV podrá exigir dicho requisito a aquellas ESIPNI que considere oportuno.
- (c) Información periódica: se introduce como novedad en el artículo 173 la obligación de las ESI de remitir con periodicidad trimestral (a excepción de las ESIPNI, que deberán remitirlo anualmente) la información correspondiente tanto a sus fondos propios (nivel, composición, requisitos y cálculo de los mismos) como a su nivel de actividad y riesgos de concentración y liquidez. A este respecto, la LMV establece que la CNMV podrá exigir a las ESI la divulgación de la citada información: (i) verificada por auditores de cuentas o expertos independientes; (ii) de manera independiente en

---

1 Una empresa de servicios de inversión se considerará pequeña y no interconectada si cumple todas las condiciones siguientes:

- a) los activos bajo gestión son inferiores a 1.200 millones de euros;
- b) las órdenes de clientes intermediadas son inferiores a (i) 100 millones de euros/día para las operaciones al contado, o (ii) 1.000 millones de euros/día para los derivados.
- c) los activos custodiados y administrados son iguales a cero;
- d) los saldos transitorios de clientes son iguales a cero;
- e) el flujo de negociación diario es igual a cero;
- f) el riesgo de posición neta o la garantía de compensación concedida son iguales a cero;
- g) el riesgo de impago de la contratante en la negociación es igual a cero;
- h) el importe total de su balance y de las cuentas de fuera de balance es inferior a 100 millones de euros;
- i) los ingresos totales brutos anuales procedentes de los servicios y actividades de inversión son inferiores a 30 millones de euros, calculados como una media sobre la base de las cifras anuales del período de dos años inmediatamente anterior al ejercicio financiero de que se trate.

cualquier momento o con una frecuencia superior a la anual; y (iii) a través de medios y lugares distintos de los estados financieros.

- (d) **Transparencia y *reporting***: conforme al artículo 174 LMV, las ESI que no tengan la consideración de ESIPNI deberán publicar un informe anual con la información esencial y los indicadores clave de su negocio. No obstante, la Ley se remite al desarrollo reglamentario para la determinación del contenido del citado informe.
- (e) **Gestión del riesgo y comité de riesgos**: si bien la redacción del artículo 175 LMV es prácticamente idéntica a la del artículo 192bis TRLMV en lo que a gestión del riesgo se refiere, se produce una novedad relevante respecto de los anteriores artículos, ya que establece la obligación de constituir un comité de riesgos también para las ESIPNI, remitiéndose al desarrollo reglamentario para las excepciones aplicables a dicha obligación.

## 2.2 Supervisión prudencial

Con base en el artículo 240 LMV, los anteriores aspectos y el resto de los requisitos derivados de la implementación de IFR en el ordenamiento jurídico nacional, serán revisados por la CNMV considerando el tamaño, perfil de riesgo y modelo de negocio de cada una de las ESI, así como los sistemas, procedimientos y mecanismos que éstas hayan aplicado.

En este sentido, la LMV dedica la Sección 3ª del Capítulo II del Título IX a la supervisión prudencial respecto de las siguientes obligaciones aplicables a las ESI:

- (a) **Obligaciones de consolidación**: el artículo 255 LMV establece la obligación de las ESI de consolidar sus estados contables con los de las demás ESI y entidades financieras que constituyan con ellas una unidad de decisión a efectos del cumplimiento de los niveles mínimos de recursos propios y las limitaciones exigidas bajo IFR.
- (b) **Supervisión de los grupos consolidables y de las ESI**: la LMV divide el anterior artículo 259 TRLMV ("*Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables*"), de manera que: (i) el nuevo artículo 256 LMV únicamente hace referencia a la responsabilidad de la CNMV de la supervisión de los grupos consolidables en los términos que se establezcan reglamentariamente; y (ii) se amplía el artículo correspondiente a las medidas de supervisión prudencial, de modo que el mismo incluya las facultades adicionales de las que dispone la CNMV respecto de la supervisión del cumplimiento por parte de las ESI de las nuevas obligaciones introducidas por la reforma operada por IFR.
- (c) **Requisitos adicionales de recursos propios**: por último, en lo relativo al requisito de recursos propios superiores a los establecidos por la normativa aplicable, el nuevo artículo 258 establece que la CNMV tiene la facultad de exigir dicho requisito (mediante decisión justificada por escrito que incluya una exposición clara de la evaluación realizada) a aquellas ESI expuestas a riesgo o elementos de riesgo que considere no están suficientemente cubiertos<sup>2</sup> por el requisito de fondos propios que les correspondiera conforme a las normas de cálculo introducidas por IFR. De igual manera, la CNMV podrá imponer un requisito de fondos propios adicionales a las ESIPNI, siempre y cuando lo considere justificado basándose en una evaluación individualizada de las entidades correspondientes.

<sup>2</sup> Se considerarán no cubiertos o no suficientemente cubiertos cuando los importes, los tipos y la distribución del capital considerado adecuado por la CNMV a raíz de la revisión supervisora de la evaluación realizada por las ESI superen el requisito de fondos propios establecido conforme a IFR.

### 3. Directiva Quick Fix

---

#### 3.1 Obligaciones en materia de gobernanza de productos

Respecto a la primera de las novedades derivadas de la transposición de la Directiva Quick Fix en lo que respecta a normas de conducta, la LMV atenúa determinadas obligaciones de las ESI en materia de gobernanza de producto, concretamente en el proceso de diseño y comercialización de productos financieros recogido en el artículo 208 ter TRLMV.

En este sentido, el nuevo texto normativo exime en el apartado 3 de su artículo 199 a las ESI de la obligación de garantizar (en el proceso de diseño) y comprender (en el proceso de oferta y recomendación) las necesidades del mercado destinatario de los instrumentos financieros que diseñen o distribuyan, siempre que: (i) dichos productos se comercialicen exclusivamente entre contrapartes elegibles; o (ii) cuando el servicio prestado por las ESI se refiera a bonos no estructurados o sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración.

Esta flexibilización, presente también en el artículo 176 LMV, relativo a requisitos de organización interna, tiene como consecuencia que los citados requisitos en materia de gobernanza de productos no supongan un obstáculo a la venta de bonos como instrumento para la recapitalización y refinanciación de las empresas europeas (necesaria para la recuperación de la crisis consecuencia de la COVID-19) y, al mismo tiempo, facilita las inversiones en la economía real, realizadas tanto por clientes minoristas (siempre que los instrumentos no incorporen en su estructura más derivados implícitos que una cláusula de reintegración) como por contrapartes elegibles, a quienes se presupone un conocimiento suficiente de los instrumentos financieros.

A este respecto, cabe destacar que la llamada “cláusula de reintegración” también supone un concepto novedoso incorporado con respecto a la norma anterior, tanto a nivel europeo como nacional. Conforme a la definición aportada por la Directiva Quick Fix, se entiende como cláusula de reintegración “*la cláusula destinada a proteger al inversor garantizando que, en caso de reembolso anticipado de un bono, el emisor esté obligado a pagar al inversor que posea el bono un importe igual a la suma del valor actual neto de los pagos de cupones restantes previstos hasta el vencimiento y el importe principal del bono que deba reembolsarse*”.

No obstante, es importante puntualizar que la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) en la actualización publicada en noviembre de 2021 de su “*Documento de Preguntas y Respuestas sobre asuntos de protección al inversor en MiFID II*” incidió en que la mera presencia de una cláusula de reintegración no es condición suficiente para que el bono esté exento de los requerimientos de gobernanza de producto establecidos por dicha Directiva, sino que es necesario que dicho instrumento financiero no incluya de manera adicional ningún otro derivado implícito.

#### 3.2 Obligaciones en materia de información a clientes

De igual manera, la LMV incorpora determinadas novedades relativas a la información que las ESI deben remitir a sus clientes y potenciales clientes en el transcurso de la prestación de sus servicios de inversión.

A este respecto, en lo relativo al formato de dicha información, el artículo 200.4 LMV introduce por primera vez el formato electrónico (entendido por tal un soporte duradero distinto al papel) como la opción por defecto para que las ESI proporcionen la información exigida por la Ley y su normativa de desarrollo a los clientes y potenciales clientes. No obstante, las ESI deberán informar a sus clientes minoristas de la posibilidad de seguir recibiendo la información en papel y, en caso de que dichos clientes por esta opción, dicha proporción deberá realizarse siempre de manera gratuita.

La introducción del formato electrónico como opción por defecto consigue facilitar la interlocución entre las ESI y sus clientes y potenciales clientes, agilizando así la prestación del servicio y, por tanto, el propio proceso de inversión.

Asimismo, y en lo relativo al contenido de los requisitos de información, la nueva LMV exige a las ESI de la obligación de proporcionar información a sus clientes profesionales (salvo que éstos informen de que desean seguir recibéndola) en lo que respecta a la declaración de la idoneidad que la anterior normativa obligaba a proporcionar tanto con carácter previo al servicio de asesoramiento, como con carácter recurrente en el correspondiente informe periódico del servicio de inversión oportuno.

De igual manera, el nuevo texto normativo permite retrasar la entrega de la declaración de idoneidad con carácter previo a una operación de un cliente minorista realizada por un medio a distancia que impida su entrega, siempre que: (i) la entrega se realice inmediatamente después de la operación; (ii) el cliente lo haya consentido expresamente; y (iii) la ESI haya dado al cliente la opción de demorar la operación con el fin de recibir de antemano la declaración de idoneidad.

Adicionalmente, la LMV introduce de manera explícita una nueva obligación para las ESI relacionada con la evaluación de la idoneidad cuando éstas presten los servicios de asesoramiento y gestión discrecional de carteras. En este sentido, cuando los citados servicios impliquen un cambio de instrumentos financieros (entendido como la venta de un instrumento y una compra de otro, o el ejercicio del derecho a efectuar un cambio con respecto a un instrumento financiero ya existente), las ESI deberán obtener la información necesaria sobre las inversiones del cliente, y analizar los costes y beneficios de dicho cambio.

Dicho análisis deberá ser comunicado al cliente cuando las ESI presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión, indicando si los beneficios del cambio de instrumentos financieros son superiores a los costes que ese cambio lleva aparejados o no.

## CONTACTO



**Josefina García Pedroviejo**  
Socia de Servicios Financieros y Fondos de Inversión

jgarciapedroviejo@perezllorca.com  
T: +34 91 389 01 09

[www.perezllorca.com](http://www.perezllorca.com) | Madrid | Barcelona | London | New York | Brussels | Singapore

La información contenida en esta Nota Jurídica es de carácter general y no constituye asesoramiento jurídico.

Este documento ha sido elaborado el 27 de marzo de 2023 y Pérez-Llorca no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

YA DISPONIBLE | Nueva App Pérez-Llorca

