

REGULACIÓN FINANCIERA: TERCER TRIMESTRE DE 2011

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Durante el tercer trimestre de 2011, el número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades financieras, se ha modificado la regulación de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE) para adaptarla a la reciente normativa comunitaria.

En el sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, se ha ampliado a todos los organismos públicos la posibilidad de obtener la condición de titular de cuentas.

En el área comunitaria cabe reseñar cuatro disposiciones: la modificación de la normativa sobre el balance del sector de las instituciones financieras monetarias; la actualización de la normativa sobre las estadísticas monetarias; la introducción de ciertos cambios en la recopilación de datos relativos al euro y el funcionamiento del sistema de información sobre la moneda, y la publicación de una nueva directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, GFIA).

Por último, se ha promulgado un Real Decreto que contiene un conjunto de medidas, entre otras, de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y de cancelación de deudas contraídas por las Entidades Locales.

Entidades de dinero electrónico: modificación de la normativa

Se ha publicado la Ley 21/2011, de 26 de julio (BOE del 27), de dinero electrónico, que establece un nuevo marco regulador de las EDE y de la emisión de dinero electrónico¹. Todo ello como consecuencia de la transposición parcial de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre², sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE, de 26 de octubre, y 2006/48/CE, de 14 de junio, y se deroga la Directiva 2000/46/CE, de 18 de septiembre, y de la experiencia acumulada de estos años.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la Ley en relación con la normativa anterior.

Se matiza la definición de dinero electrónico, que se basa en tres criterios: 1) es todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que representa un crédito sobre el emisor; 2) que sea emitido al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago, según se definen en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago³, y 3) que sea aceptado como medio de pago por una persona física o jurídica distinta del emisor.

Se excluyen del ámbito de aplicación aquellos valores monetarios almacenados en instrumentos específicos, diseñados para atender a necesidades concretas y cuyo uso esté

1 La anterior normativa estaba recogida en el artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, y en el Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, que ahora se deroga.

2 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 163-167.

3 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 158-163.

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, y Real Decreto 322/2008,
de 29 de febrero

Ley 21/2011, de 26 de julio

Régimen jurídico	
Tienen la naturaleza de entidades de crédito.	Pérdida de la condición de entidad de crédito, quedando, a partir de ahora, integradas dentro del grupo de entidades financieras.
Para la creación de las EDE, se establecen una serie de requisitos. En especial, la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración, y el establecimiento de mecanismos de buena gestión interna sana y prudente, una estructura organizativa adecuada, así como procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos.	Sin cambios significativos.
Recursos propios y limitación de las inversiones	
Se exige un capital inicial mínimo de un millón de euros y unos fondos propios permanentes, iguales o superiores al 2% del saldo de sus pasivos financieros derivados del dinero electrónico emitido en circulación o de la media de dicho saldo durante los seis meses precedentes, si este último importe fuese superior.	Se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros. Este se complementará con un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio. Sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos, el Banco de España podrá exigir una cifra de fondos propios hasta un 20 % superior o permitir que posea una cifra de recursos propios hasta un 20 % inferior.
Limitación a las inversiones: las EDE deben realizar una serie de inversiones obligatorias en un determinado conjunto de activos.	Desaparece.
No se contempla.	Se introducen requerimientos de salvaguarda de los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico o para la prestación de servicios de pago. En particular, mediante su cobertura por una póliza de seguros u otra garantía comparable solo podrá utilizarse mediando autorización expresa del Banco de España, a petición justificada de la entidad.
Régimen de actividades	
La emisión de dinero electrónico, así como la prestación de servicios financieros y no financieros estrechamente relacionados con la emisión de dinero electrónico.	Además de la anterior, podrán prestar servicios de pago, conceder créditos en relación con determinados servicios de pago, realizar la gestión de sistemas de pago, prestar servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con las anteriores actividades y llevar a cabo cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación aplicable.
No se contempla de manera específica.	Existe la posibilidad de que las EDE deleguen en terceros o mediante la intermediación de agentes la realización de determinadas actividades, como la distribución y el reembolso de dinero electrónico. No obstante, se establece la prohibición de emitir dinero electrónico a través de agentes.
No se contempla de manera específica.	Se introduce el régimen de participaciones significativas en términos similares a lo regulado para las entidades de crédito.
Régimen de supervisión y sancionador	
Corresponde al Banco de España el control e inspección de estas entidades, en el marco de lo establecido por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.	Sin cambios significativos.

FUENTES: Boletín Oficial del Estado y Banco de España.

limitado, bien porque el titular solo pueda utilizarlo en los establecimientos del propio emisor o en una red limitada de proveedores de bienes o servicios, bien porque pueda adquirirse con él únicamente una gama limitada de bienes o servicios, o cuando se utilicen para operaciones de pago ejecutadas por medio de dispositivos de telecomunicación, digitales o de tecnologías de la información.

Se aborda el régimen de emisión y reembolso de dinero electrónico, concretándolo en tres aspectos fundamentales: 1) se establece la obligación de emitir dinero electrónico por su valor nominal; 2) se prohíbe la concesión de intereses o de cualquier otro beneficio que

esté asociado al tiempo durante el cual el titular del dinero electrónico lo mantiene, y 3) se prevé la posibilidad de que dicho titular solicite y obtenga el reembolso del dinero electrónico de que disponga, en cualquier momento y por su valor nominal. Con carácter general, la norma establece que el reembolso debe efectuarse libre de gastos, aunque se prevén una serie de supuestos en los que el emisor podrá repercutir un gasto, proporcional y adecuado a los costes en que incurra, por efectuar dicho reembolso.

A diferencia de la normativa anterior, la Ley introduce la reserva de actividad para emitir dinero electrónico en favor de una serie de entidades que se enumeran en la norma. Son las siguientes: las entidades de crédito, las propias EDE, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, el Banco de España cuando no actúe en su condición de autoridad monetaria, y las Administraciones Públicas cuando actúen en su condición de autoridades públicas.

Respecto a las EDE, se establece un régimen jurídico más apropiado en relación con los riesgos que su actividad puede generar potencialmente, siendo la novedad más sustancial la pérdida de la condición de la categoría de entidad de crédito, dado que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público. Quedan integradas, a partir de ahora, dentro del grupo de entidades financieras.

En cuanto a la creación de las EDE, se mantiene el esquema de la anterior normativa: autorización y registro por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias; requisitos para la constitución de la entidad; documentos que han de contener las solicitudes de creación, en especial, todos aquellos que hacen referencia a la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración y de los accionistas o socios que vayan a tener una participación significativa, a los mecanismos de buena gestión interna sana y prudente, a una estructura organizativa adecuada, así como a la existencia de procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén o puedan estar expuestos.

Se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros desde el millón de euros anterior. Este se complementará con un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio, en los términos que reglamentariamente se establezcan. A estos efectos, los recursos propios computables se definirán de acuerdo con lo dispuesto, a los mismos efectos, para las entidades de crédito.

Por su parte, el Banco de España podrá exceptuar a las EDE integradas en un grupo consolidable de entidades de crédito del cumplimiento individual íntegro de las exigencias de recursos propios. Sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos y de los mecanismos de control interno, podrá exigir o permitir que la EDE posea una cifra de fondos propios hasta un 20 % superior o hasta un 20 % inferior.

Otro aspecto novedoso de la Ley es la posibilidad de que las EDE realicen otras actividades económicas, además de la emisión de dinero electrónico, que antes era su única actividad. Aquellas incluyen: la prestación de los servicios de pago definidos en la Ley 16/2009⁴; la concesión de créditos en relación con determinados servicios de pago siempre

4 Dichos servicios vienen detallados en el artículo 1, apartado 2, de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, como son, entre otros: los servicios que permiten la retirada de efectivo de una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de la propia cuenta de pago; la ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos; la emisión y adquisición de instrumentos de pago; el envío de dinero, etc.

que se cumplan ciertas condiciones, y con la limitación de que no se concedan con cargo a los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico; la prestación de servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con la emisión de dinero electrónico o con la prestación de servicios de pago; la gestión de sistemas de pago, y, en general, cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación de la Unión Europea y nacional aplicable.

Se eliminan las limitaciones a las inversiones vigentes de la normativa anterior, si bien persiste la necesidad de salvaguardar de manera adecuada los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico emitido, así como los recibidos para la prestación de servicios de pago no vinculados a la emisión de dinero electrónico. Se prevé para ello un régimen de garantías equivalente al de las entidades de pago, aunque limitado al procedimiento que exige, de un lado, una completa separación de dichos fondos respecto de cualesquier otros que pueda disponer la entidad, y, de otro, su inversión en activos líquidos y de bajo riesgo o su depósito en una cuenta separada en una entidad de crédito. El procedimiento de salvaguarda de fondos mediante su cobertura por una póliza de seguros u otra garantía comparable solo podrá utilizarse mediando autorización expresa del Banco de España, a petición justificada de la entidad.

Por otro lado, la Ley introduce el régimen de participaciones significativas⁵ en términos similares a lo regulado para las entidades de crédito. Así, la intención de efectuar dicha adquisición o su cesión exige la previa notificación al Banco de España. Esta misma obligación se hace extensible cuando las participaciones significativas sobrepasan o caen por debajo de ciertos umbrales (20 %, 30 %, 50 % o pasar a controlar la EDE o dejar de hacerlo).

Se regula la actividad transfronteriza de las EDE, a las que, de no estar sometidas a excepciones regulatorias⁶, se les otorga el «pasaporte comunitario», de modo que su actividad intracomunitaria se basa en el régimen de comunicaciones entre supervisores (análogo al de las entidades de crédito), manteniéndose el sistema de autorización previa cuando esta abarque a terceros países.

Se contempla la posibilidad de que las EDE deleguen en terceros la realización de determinadas actividades como la distribución y el reembolso de dinero electrónico o la prestación de funciones operativas. También se les permite que realicen, a través de agentes (es decir, personas físicas o jurídicas que actúen en su nombre), la distribución y reembolso de dinero electrónico, y, en su caso, la prestación de servicios de pago, pero de ningún modo podrán emitir dinero electrónico por intermediación de agentes.

Por otro lado, se otorgan al Banco de España las funciones de supervisión de las EDE: control e inspección, colaboración con autoridades comunitarias, ejercicio de competencias sobre el régimen de participaciones significativas de estas entidades, etc. Todo ello en línea con las facultades ya ejercidas por el Banco de España en relación con las entidades de crédito. El régimen sancionador aplicable a las mismas sigue, en lo fundamental, lo dispuesto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e in-

5 Se entiende por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos un 10 % del capital social o de los derechos de voto. También tiene la consideración de participación significativa aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la gestión de la entidad. Se presume que una persona física o jurídica puede ejercer dicha influencia notable si tiene la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro de su consejo de administración.

6 En la transposición de la Directiva 2009/110/CE no se ha hecho uso de la facultad concedida a los Estados miembros en su artículo 9 de autorizar EDE españolas sometidas a excepciones regulatorias, en cuyo caso no hubieran gozado de pasaporte comunitario.

tervención de las entidades de crédito, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen.

En el ámbito del derecho transitorio, la Ley establece que las actuales EDE no requieren nueva autorización, si bien se exige, para poder continuar su actividad, que acrediten el cumplimiento de los requisitos necesarios para el desarrollo de esta actividad de acuerdo con las nuevas exigencias de esta Ley.

Finalmente, la norma modifica determinadas disposiciones legales —el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito— para adaptarlas a la pérdida de las EDE de su condición como entidad de crédito, así como el sometimiento de dichas entidades a la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

La Ley entró en vigor el 28 de julio.

Sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado: nuevos titulares de cuenta

Se ha publicado la *Orden EHA/2288/2011, de 2 de agosto* (BOE del 18), por la que se modifica la Orden de 19 de mayo de 1987⁷, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado.

El motivo de dicha modificación es prever el otorgamiento de la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado a los organismos públicos de la Administración General del Estado que no tenían esa condición⁸. De este modo, los organismos que tengan o deseen adquirir deuda del Estado pueden llevar a cabo las operaciones en el mercado de deuda pública sin tener que actuar a través de un intermediario o entidad financiera.

La participación en dicho mercado se desarrollará con sujeción a las normas de funcionamiento de dicho mercado y a las establecidas para la liquidación de efectivo en TARGET2-Banco de España.

La norma entró en vigor el 19 de agosto.

Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre contabilidad y estadísticas monetarias

Se han publicado el *Reglamento BCE/2011/12 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE de 3 de septiembre), que modifica el Reglamento BCE/2008/32 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM)⁹, y la *Orientación BCE/2011/13 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE del 3 de septiembre), que modifica la Orientación BCE/2007/9 del Banco Central Europeo, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

7 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1987, Banco de España, pp. 46-48.

8 Hasta ahora, de la Administración General de Estado solo tenían reconocida dicha condición ella misma, actuando a través del Tesoro Público, y la Tesorería General de la Seguridad Social.

9 El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) requiere, para el cumplimiento de sus funciones, la elaboración del balance consolidado del sector de las IFM. El objetivo principal de este balance es proporcionar al BCE una visión estadística completa de la evolución monetaria en los Estados miembros participantes, que se consideran un único territorio económico.

El Reglamento introduce dos novedades. Por un lado, enumera las nuevas condiciones o criterios de determinación¹⁰ que los fondos del mercado monetario (FMM)¹¹ deberán cumplir en su totalidad, algunos de los cuales ya se recogían en el Reglamento BCE/2008/32. Entre las nuevas condiciones, cabe reseñar las siguientes: 1) que persigan el objetivo de inversión de mantener el principal del fondo y de ofrecer una rentabilidad acorde a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario; 2) que garanticen que los instrumentos del mercado monetario en los que inviertan son de elevada calidad crediticia¹²; 3) que garanticen que su cartera tiene un vencimiento medio ponderado no superior a seis meses y una vida media ponderada no superior a doce meses; 4) que limiten la inversión en valores a los que tengan un vencimiento residual hasta la fecha de amortización legal igual o inferior a dos años, siempre que el tiempo que reste hasta la próxima fecha de revisión del tipo de interés sea igual o inferior a 397 días, y 5) que no tengan exposición directa ni indirecta a la renta variable o las materias primas, ni por medio de derivados. Los derivados con exposición a divisas pueden utilizarse solo con fines de cobertura. Se permite la inversión en valores en monedas distintas de la moneda de base siempre que se cubra plenamente el riesgo cambiario.

Por otro, excluye del grupo de IFM a las EDE, al dejar de tener la condición de entidades de crédito¹³, pasando a clasificarse en la categoría de «otras IFM». Ello obliga a revisar determinadas disposiciones del Reglamento BCE/2008/32. Entre ellas, se suprime la exención de las obligaciones de información estadística de las EDE, que se concedía a las IFM de tamaño reducido, al dejar de pertenecer a esta categoría.

Por su parte, y en relación con el punto anterior, la Orientación BCE/2011/13 modifica el alcance, la frecuencia y los plazos de presentación de información de las EDE para garantizar la adecuada recopilación de estadísticas sobre dinero electrónico. Antes, los bancos centrales nacionales presentaban al BCE información estadística sobre el dinero electrónico emitido por las IFM que fueran emisoras de dinero electrónico (las entidades de crédito y las EDE), al menos, dos veces al año. Ahora, se mantiene esa misma obligación para las entidades de crédito, pero para las EDE se establece una frecuencia anual y sobre una lista de partidas estadísticas más reducida.

El Reglamento y la Orientación entraron en vigor el 23 de septiembre.

El sistema de información sobre billetes en euros

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/9, de 30 de junio* (DOUE del 23 de agosto), que modifica la Orientación BCE/2008/8, de 11 de septiembre, sobre la recopilación de datos

10 Conforme a las directrices publicadas el 19 de mayo de 2010 por el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), predecesor de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

11 Los FMM se definen como instituciones de inversión colectiva cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos, y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario o en participaciones en FMM o en otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, o en depósitos bancarios, o en activos cuya rentabilidad es similar a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

12 El instrumento del mercado monetario se considerará de elevada calidad crediticia si cada una de las agencias de calificación crediticia reconocidas que lo ha calificado le ha concedido una de las dos calificaciones crediticias a corto plazo más altas disponibles, o, en caso de que el instrumento no esté calificado, si tiene una calidad equivalente establecida por el proceso de calificación interno de la sociedad gestora.

13 La Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE, excluyó a las EDE del grupo de entidades de crédito, ya que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público, quedando integradas dentro de la categoría de entidades financieras. Véase el epígrafe 2 de este artículo en relación con las EDE.

relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2¹⁴.

El Consejo de Gobierno aprobó el 12 de mayo de 2010 mecanismos de información diaria que son complementarios a los de información mensual y semestral previstos en la Orientación BCE/2008/8, por lo que resulta necesario incluirlos en el texto de la norma.

El BCE activará la transmisión diaria de datos (recopilación de datos sobre billetes en euros transmitidos diariamente) en cualquiera de los siguientes casos: 1) si más de un banco central nacional (BCN) informa al BCE de una evolución inhabitual del ciclo del efectivo y si es probable que al menos uno de estos BCN solicite una transferencia especial de billetes en euros en grandes cantidades; 2) si los datos transmitidos mensualmente indican que la emisión bruta de billetes en euros a nivel del Eurosistema excede ciertos umbrales aprobados por el Consejo de Gobierno, y 3) si el Comité de Billetes justifica la activación.

Por razones de prueba para situaciones imprevistas, y sin perjuicio de lo anterior, la transmisión diaria de datos se activará todos los años en junio por un período de un mes.

Una vez activada esta exigencia, los BCN transmitirán diariamente al BCE los datos sobre billetes en euros, es decir, las partidas sobre billetes en euros que se especifican en el anexo VII de la Orientación.

La Orientación entró vigor el 2 de julio.

Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos

Se ha publicado la *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio* (DOUE del 1 de julio), relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos¹⁵, por la que se modifican las directivas 2003/41/CE, de 3 de junio, y 2009/65/CE, de 13 de julio, y los reglamentos 1060/2009, de 16 de septiembre, y 1095/2010, de 24 de noviembre.

La Directiva establece las normas aplicables en lo que se refiere a la autorización, el ejercicio de la actividad y la transparencia de los GFIA que gestionen y/o comercialicen fondos de inversión alternativos (FIA) en la Unión Europea (UE).

Su objetivo es el establecimiento de un mercado interior para los GFIA con un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de sus actividades en la UE, tanto los que tienen su domicilio social en un Estado miembro como los que lo tienen en un tercer país.

OBJETIVO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN

Su ámbito de aplicación son: a) los GFIA de la UE que gestionen uno o varios FIA dentro o fuera de la UE; b) los GFIA de fuera de la UE que gestionen uno o varios FIA de la UE, y

14 La Decisión BCE/2010/14, de 16 de septiembre de 2010, sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación, sustituyó desde el 1 de enero de 2011 al Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. La Decisión BCE/2010/14 obliga a las entidades que manejan efectivo a presentar datos estadísticos a sus bancos centrales nacionales (BCN) antes del 1 de enero de 2012. Los BCN deberán facilitar al BCE los datos estadísticos agregados a los que se refiere la Orientación BCE/2008/8, de 11 de septiembre de 2008, sobre la recopilación de datos relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2.

15 Los fondos de inversión alternativos (FIA o *hedge funds*) fueron incorporados en nuestro ordenamiento jurídico con la denominación de «fondos de inversión libre», regulados por la Ley 35/2003, desarrollada a su vez por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

c) los GFIA de fuera de la UE que comercialicen FIA en la UE, con independencia de que tales FIA sean o no de la UE.

La Directiva no se aplicará a los GFIA cuyos únicos inversores sean ellos mismos o la empresa matriz o sus filiales u otras filiales de dicha empresa matriz, siempre que ninguno de los inversores sea a su vez un FIA.

Se establece un régimen más favorable para los GFIA cuando el valor agregado de los FIA gestionados sea inferior a un umbral de 100 millones de euros, o inferior a 500 millones de euros con la condición de que gestionen exclusivamente FIA no apalancados¹⁶ y no concedan a los inversores derechos de reembolso durante un período de cinco años desde la fecha de inversión inicial.

AUTORIZACIÓN DE LOS GFIA

La Directiva detalla las condiciones para la autorización de los GFIA. Entre otras, la información de la identidad de las personas que dirigen las actividades del GFIA, y de los socios o miembros del GFIA que posean participaciones cualificadas, que deberán de contar con la honorabilidad y experiencia suficiente; un programa de actividades en el que se exponga su estructura organizativa, y un detalle sobre las políticas y prácticas remunerativas.

La autorización será válida en todos los Estados miembros. A su vez, las autoridades competentes informarán a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados (AEVM)¹⁷ con periodicidad trimestral de las autorizaciones concedidas o rechazadas. La AEVM llevará un registro público central en el que se identifique cada GFIA autorizado, y confeccionará una lista de los FIA gestionados y/o comercializados en la UE por dichos GFIA, así como de la autoridad competente para cada uno de esos GFIA.

En función de su forma jurídica, los FIA pueden estar gestionados externa o internamente. En el primer caso, el gestor externo deberá ser un GFIA, que será el responsable de garantizar el cumplimiento de la Directiva. Si la forma jurídica del FIA permite una gestión interna y el órgano de gobierno del FIA decide no designar a un GFIA externo, el FIA deberá cumplir todos los requisitos establecidos en la Directiva para los GFIA. No obstante, dicho FIA no estará autorizado para desempeñar funciones de gestor externo de ningún otro FIA.

CAPITAL INICIAL Y FONDOS PROPIOS

Los Estados miembros exigirán un capital inicial mínimo de 300.000 euros a los GFIA que gestionan FIA internamente. Cuando los GFIA sean designados como gestor externo de uno o varios FIA, dichos GFIA deberán contar con un capital inicial de 125.000 euros.

En el caso de que el valor de las carteras de los FIA gestionados por el GFIA exceda de 250 millones de euros, este deberá aportar fondos propios adicionales, equivalentes al 0,02 % del importe que excede de esa cantidad con un límite máximo de 10 millones de euros. Los Estados miembros pueden autorizar a que aporten hasta un 50 % de esa cuantía adicional cuando gocen de una garantía de una entidad de crédito o una empresa de seguros por la parte restante.

CONDICIONES DE EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD DE LOS GFIA

Los GFIA deberán llevar a cabo, como mínimo, la función de gestión de inversiones de un FIA, que incluye la gestión de carteras y la de riesgos, estableciéndose ciertos límites. Así,

¹⁶ La Directiva define el apalancamiento como cualquier método a través del cual el GFIA aumente la exposición al riesgo de un FIA que gestione, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, ya sea a través del apalancamiento implícito en las posiciones en derivados, o por cualquier otro medio.

¹⁷ La AEVM fue creada mediante el Reglamento 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

los GFIA no pueden, en ningún caso, prestar los servicios de gestión de cartera sin prestar, al mismo tiempo, los servicios de gestión de riesgo, o viceversa. Sin embargo, no se impide que lleven a cabo actividades de administración y comercialización de FIA o actividades relacionadas con los activos de los FIA. También se les permite que presten: servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, incluidas las carteras pertenecientes a fondos de pensiones o a fondos de pensiones de empleo; servicios no esenciales de asesoramiento en materia de inversión, y servicios de custodia y administración de participaciones de organismos de inversión colectiva y de recepción y transmisión de órdenes.

Por otro lado, se detallan, de manera exhaustiva, una serie de requisitos operativos para el adecuado desarrollo de su actividad. En concreto, los GFIA tienen la obligación de establecer y mantener políticas y prácticas remunerativas adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo; sobre todo, respecto de las categorías de empleados cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo del FIA que gestionan. Dichas categorías de empleados deberán incluir, al menos, a los altos directivos, al personal que asume riesgos y al que ejerce las funciones de control, así como a cualquier empleado que reciba una remuneración global que lo incluya en el mismo baremo salarial que los de los altos directivos y el personal que asume riesgos.

Por otro lado, deberán mantener y aplicar dispositivos administrativos y de organización eficaces con vistas a adoptar todas las medidas destinadas a detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses, a fin de evitar que perjudiquen a los intereses de los FIA y sus inversores. Además, instaurarán sistemas de gestión del riesgo apropiados, a fin de determinar, medir, gestionar y controlar todos los riesgos pertinentes de la estrategia de inversión de cada FIA y a los que esté o pueda estar expuesto cada FIA. Revisarán dichos sistemas con una frecuencia suficiente —y, como mínimo, una vez al año—, y los adaptarán cuando sea necesario.

Respecto de cada FIA que gestionen, con exclusión de los fondos cerrados y no apalancados, los GFIA utilizarán un sistema adecuado de gestión de la liquidez y adoptarán procedimientos que le permitan controlar el riesgo de liquidez del FIA y garantizar que el perfil de liquidez de las inversiones del FIA esté en consonancia con sus obligaciones subyacentes.

Finalmente, los GFIA se asegurarán de que se establezcan procedimientos adecuados y coherentes que permitan una valoración correcta e independiente de los activos de cada uno de los FIA que gestionen. Las normas aplicables a la valoración de los activos y al cálculo del valor liquidativo de cada participación en el FIA serán las previstas en la legislación del país en que este tenga su domicilio social y en el reglamento o los documentos constitutivos del FIA. El proceso de valoración de los activos y del cálculo del valor liquidativo debe ser independiente de la gestión de la cartera y de la política de remuneración de los GFIA, y de otras medidas como las orientadas a evitar los conflictos de intereses. Con arreglo a determinadas condiciones, los GFIA podrán nombrar un valorador externo para que realice dicha función.

DELEGACIÓN DE LAS FUNCIONES DE LOS GFIA

Los GFIA podrán delegar en terceros el ejercicio de una o varias de sus funciones, para lo que deberán informar a las autoridades competentes de sus Estados miembros de origen. El delegado habrá de disponer de recursos suficientes para desempeñar las funciones respectivas, y las personas que lleven realmente a cabo la actividad deberán gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes.

Si la delegación se refiere a la gestión de carteras o a la gestión del riesgo, solo podrá otorgarse a empresas que estén autorizadas para gestionar activos o que hayan sido registradas con dicha finalidad y que estén sujetas a supervisión prudencial. Cuando no sea posible cumplir esta condición, solo podrá realizarse con la aprobación previa de las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA.

EL DEPOSITARIO

La Directiva exige la designación de un único depositario para cada FIA, distinto de los GFIA. El depositario debe tener su domicilio social o una sucursal en el mismo país que el FIA. Los FIA de fuera de la UE pueden tener un depositario establecido en el tercer país solo en caso de que se cumplan determinadas condiciones adicionales.

El depositario podrá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad que esté sujeta a una regulación prudencial y a supervisión permanente¹⁸.

Entre sus funciones, se encargará de garantizar, en general, que los flujos de tesorería del FIA estén debidamente controlados, y de asegurar, en particular, que todos los pagos efectuados por los inversores o en su nombre en el momento de la suscripción de participaciones en un FIA se hayan recibido y que todo el efectivo del FIA se haya consignado debidamente. También será responsable de la custodia de los activos del FIA, o, en su caso, de los GFIA cuando actúen por cuenta del FIA.

La custodia de activos puede delegarse en terceros que, a su vez, pueden delegar esta función. No obstante, tanto la delegación como la subdelegación deben poder estar objetivamente justificadas y atenerse a requisitos estrictos sobre la idoneidad del tercero al que se confíe tal función, y sobre la competencia, el esmero y la diligencia que el depositario debe demostrar a la hora de seleccionar, nombrar y supervisar al tercero en cuestión.

REQUISITOS DE TRANSPARENCIA

Los GFIA elaborarán, para cada uno de los FIA de la UE que gestionen y por cada uno de los FIA que comercialicen en la UE, un informe anual por ejercicio que deberá estar disponible antes de seis meses desde el cierre del ejercicio. El informe anual se facilitará a los inversores que lo soliciten, así como a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de los GFIA y, en su caso, del Estado miembro de origen del FIA.

Asimismo, los GFIA pondrán a disposición de los inversores, antes de invertir en el FIA, los documentos de constitución del FIA, así como determinada información que se recoge detalladamente en la Directiva. Periódicamente comunicarán otro tipo de información, como: el porcentaje de los activos del FIA que es objeto de medidas especiales motivadas por su iliquidez; cualesquiera nuevas medidas para gestionar la liquidez del FIA; el perfil de riesgo corriente del FIA y los sistemas de gestión de riesgos utilizados por el GFIA para gestionar tales riesgos, y los niveles y cambios de apalancamiento, en el caso de que sean FIA apalancados.

Por otro lado, se establecen una serie de obligaciones de información de los GFIA a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen; entre ellas, facilitarán información sobre los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de los FIA que gestionen y/o comercialicen.

¹⁸ En los términos previstos por la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

OBLIGACIONES DE LOS GFIA
PARA TIPOS ESPECÍFICOS
DE FIA

Otros aspectos reseñables de la Directiva son las obligaciones de los GFIA que gestionan tipos específicos de FIA. En concreto, para los *FIA apalancados* se les imponen requisitos especiales de información en relación con el nivel general de apalancamiento utilizado, que deberá ser recopilada por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y compartida con otras autoridades de la UE, con la AEVM y con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Asimismo, las autoridades competentes del Estado miembro de origen de los GFIA deberán imponer límites al nivel de apalancamiento que estos puedan utilizar en un FIA en los casos en que la estabilidad y la integridad del sistema financiero puedan verse amenazadas.

Por otro lado, se establecen una serie de obligaciones de los GFIA que gestionen FIA que adquieran el *control de sociedades no cotizadas y de emisores*¹⁹. Entre ellas, deberán notificar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen el porcentaje de los derechos de voto de la sociedad no cotizada que tenga el FIA, en cualquier momento en que dicho porcentaje alcance, exceda o se sitúe por debajo de los umbrales del 10 %, 20 %, 30 %, 50 % y 75 %. Además, se introducen una serie de disposiciones específicas relativas al informe anual de los FIA que ejerzan el control de sociedades no cotizadas.

OTROS ASPECTOS
DE LA DIRECTIVA

Se recogen las condiciones para el ejercicio de la actividad transfronteriza de los GFIA. En concreto, para la comercialización de participaciones de FIA de la UE en Estados miembros distintos del Estado miembro de origen de los GFIA; las aplicables a los GFIA de la UE que gestionen FIA de fuera de la UE no comercializados en los Estados miembros, y las condiciones para la gestión de FIA establecidos en los Estados miembros por GFIA de fuera de la UE, entre otros supuestos.

Los Estados miembros pueden permitir la comercialización entre inversores particulares de su territorio de todos o algunos tipos de FIA gestionados por GFIA. Los Estados miembros deben poder imponer en tales casos a los FIA y a los GFIA requisitos más estrictos que los establecidos para los FIA comercializados entre inversores profesionales en su territorio, independientemente de que se trate de FIA comercializados en el plano nacional o en el transfronterizo. En caso de que un Estado miembro permita la comercialización de FIA entre inversores particulares en su territorio, esta posibilidad deberá estar abierta con independencia del Estado miembro en el que esté establecido el GFIA que gestiona el FIA, y los Estados miembros no podrán imponer requisitos más estrictos o adicionales a los FIA de la UE establecidos en otro Estado miembro y comercializados en el plano transfronterizo que a los FIA comercializados en el plano nacional.

Los Estados miembros dispondrán las sanciones aplicables en caso de infracciones por incumplimiento de lo dispuesto en la Directiva, que deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias.

La Directiva entró en vigor el 21 de julio y será aplicable a partir del 22 de julio de 2013, fecha límite para que los Estados miembros la incorporen en sus ordenamientos jurídicos.

Apoyo a los deudores
hipotecarios, control del
gasto público, cancelación
de deudas contraídas por
las Entidades Locales
y otras medidas

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio* (BOE del 7), de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las Entidades Locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

¹⁹ A efectos de la Directiva, el control de una sociedad no cotizada se alcanza cuando se dispone de más del 50 % de los derechos de voto de la sociedad.

A continuación se detallan sucintamente las medidas más relevantes de esta norma.

**APOYO A LOS DEUDORES
HIPOTECARIOS**

Se incrementa el umbral de inembargabilidad cuando el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada en un procedimiento de ejecución hipotecaria sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado. Anteriormente, el mínimo inembargable era equivalente al salario mínimo interprofesional (SMI). A partir de ahora, se eleva hasta el 150 % del SMI y un 30 % adicional por cada miembro del núcleo familiar²⁰ que no perciba ingresos superiores al SMI.

Se eleva del 50 % al 60 % del valor de tasación del inmueble el importe por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del mismo si en el acto de la subasta no hubiera ningún postor, independientemente de la cuantía de la deuda total.

Además, se reduce del 30 % al 20 % el depósito exigido a los postores para participar en una subasta a fin de facilitar la presencia de los mismos y la mejor adjudicación de los bienes hipotecados.

**CONTROL DEL GASTO PÚBLICO
Y CANCELACIÓN DE DEUDAS
CONTRAÍDAS POR LAS
ENTIDADES LOCALES**

Se introducen ciertas medidas de carácter financiero y de control del gasto. Así, se limita el crecimiento del gasto de determinadas administraciones públicas, que no podrán superar la tasa de crecimiento de referencia de la economía española. Esta regla de gasto se aplicará a la Administración General del Estado y a sus organismos, y a las Entidades Locales que participan en la cesión de impuestos estatales. A las restantes Entidades Locales les seguirá siendo de aplicación la regla de equilibrio o superávit prevista en la actual normativa de estabilidad presupuestaria²¹. Esta medida se complementa con el objetivo de estabilidad presupuestaria a lo largo del ciclo económico, de forma que el crecimiento del gasto computable²² no podrá superar la tasa de crecimiento a medio plazo de referencia de la economía española²³.

Por otro lado, se regula una línea de crédito para la cancelación de deudas de las Entidades Locales con empresas y autónomos, derivadas de la adquisición de suministros, realización de obras y prestación de servicios. De este modo, con carácter excepcional, las Entidades Locales podrán concertar operaciones de crédito, con los límites, condiciones y requisitos que se establecen en el Real Decreto Ley. A tales efectos, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos instruirá al ICO para la puesta en marcha de la correspondiente línea financiera.

Las Entidades Locales deberán solicitar al ICO, antes del 1 de diciembre de 2011, la aceptación para concertar operaciones de endeudamiento. Obtenida la misma, las Entidades Locales podrán formalizar con las entidades de crédito colaboradoras las operaciones financieras correspondientes. Estas actuarán, por cuenta del ICO, para satisfacer directamente a los proveedores las deudas pendientes de pago.

20 Se entiende por núcleo familia, el cónyuge o pareja de hecho y los ascendientes y descendientes de primer grado que convivan con el ejecutado.

21 Véase el Real Decreto Legislativo 2/2007, de 28 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, y el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo.

22 Se entiende por gasto computable los empleos no financieros definidos en términos del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales, excluidos los intereses de la deuda y el gasto no discrecional en prestaciones por desempleo.

23 La tasa de crecimiento a medio plazo de referencia de la economía española se define como el crecimiento medio del PIB, expresado en términos nominales, durante nueve años.

MODIFICACIÓN DEL SENTIDO DEL SILENCIO EN DETERMINADOS PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO

CUADRO 2

Procedimiento	Norma	Artículo	Resolución
Fusión, absorción, escisiones cooperativas de crédito.	Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito.	Artículo 1 de la Ley 13/1989, de 26 de mayo.	6 meses.
Fusión, absorción, escisión societas de garantía recíproca.	Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca.	Artículo 5 de la Ley 1/1994, de 11 de marzo.	6 meses.
Fusión, escisión, absorción de empresas de servicios de inversión.	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.	Artículo 7 de la Ley 24/1988, de 28 de julio.	3 meses.
Autorización para la fusión y escisión de gestoras de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 20.7 del Texto refundido.	3 meses.
Comunicación de sustitución de entidad gestora o depositaria de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 11.5 y DA 2. ^a del Texto refundido.	3 meses.
Modificación de datos registrales de entidades depositarias de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Disposición Adicional 2. ^a del Texto refundido Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero.	3 meses.
Modificación de datos registrales de entidades gestoras de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre. Reglamento de desarrollo aprobado por RD 304/2004, de 20 de febrero.	Disposición Adicional 2. ^a del Texto refundido Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero.	3 meses.
Modificación de datos registrales de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 11.5 y DA 2. ^a del Texto refundido.	3 meses.
Revocación de autorización de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre. Reglamento de desarrollo aprobado por RD 304/2004, de 20 de febrero.	Disposición Adicional 2. ^a del Texto refundido	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción como entidad gestora de fondos de pensiones para una entidad aseguradora.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 20.2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de entidad depositaria de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de entidad gestora de fondos de pensiones pura.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 1 y 11 bis Texto refundido.	3 meses.
Autorización a entidades para prestar servicios de certificación.	Ley 30/1992, de 26 de noviembre. Orden HAC/1181/2003, de 12 de mayo.	Disposición Adicional 5.1.	6 meses.
Conversión de cooperativas de crédito en otra clase de cooperativas.	Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito.	Artículos 31 y 36 del RD 84/1993, de 22 de enero.	6 meses.
Modificación programa actividades empresas de servicios de inversión.	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.	Artículos 11 y 12 del RD 217/2008, de 15 de febrero.	3 meses.
Modificación estatutos sociedad gestora de fondos de titulización.	Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.	Artículos 13 y 17 del RD 926/1998, de 14 de mayo.	3 meses.
Creación sociedad gestora de fondos de titulización.	Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.	Artículo 13.2 del RD 926/1998, de 14 de mayo.	3 meses.

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

El plazo de cancelación de las operaciones de endeudamiento no podrá ser superior a tres años, ni estas podrán concertarse con períodos de carencia. La línea financiera quedará cerrada el 31 de diciembre de 2014.

OTRAS MEDIDAS

Se amplían los procedimientos administrativos con silencio negativo que pasa a positivo²⁴. En el cuadro 2 se señalan los que se han visto afectados por la norma en el ámbito financiero.

Se adoptan ciertas medidas de impulso de la actividad empresarial. Entre ellas, cabe reseñar la modificación del IRPF para declarar exentas²⁵ las ganancias patrimoniales obtenidas en la transmisión de las acciones o participaciones derivadas de inversiones de particulares en proyectos impulsados por emprendedores, favoreciendo la creación de empresas que permitan avanzar en el cambio de modelo productivo y la generación de empleo.

Por último, se introducen otro tipo de medidas, como las dirigidas al fomento de las actuaciones de rehabilitación inmobiliaria, de simplificación administrativa, de responsabilidad medioambiental, etc.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 7 de julio.

4.10.2011.

²⁴ El silencio positivo tiene lugar cuando, ante la falta de una decisión administrativa expresa, la ley sustituye por sí misma esa voluntad, presumiendo que, a ciertos efectos, se ha producido con un contenido estimitorio, esto es, concediendo lo solicitado por el peticionario.

²⁵ Dicha exención se somete a un conjunto de requisitos: en concreto, la inversión deberá efectuarse directamente por la persona física mediante la suscripción de acciones o participaciones en entidades de nueva o reciente creación que desarrollem una actividad económica. Y la exención de la ganancia patrimonial resultará de aplicación respecto de las ganancias patrimoniales obtenidas por la transmisión de las acciones o participaciones cuyo valor de adquisición no exceda para el conjunto de entidades en las que invierta de 25.000 euros anuales, ni de 75.000 euros por entidad durante los tres años posteriores a su constitución, y el tiempo de permanencia de los valores en el patrimonio del contribuyente sea superior a tres e inferior a diez años.