

Directrices

sobre los instrumentos de gestión de la liquidez (IGL) de los OICVM y los FIA de tipo abierto

Índice

1.	Ámbito de aplicación	3
2.	Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones	4
2.1	Referencias legislativas	4
2.2	Abreviaturas	4
2.3	Definiciones	5
3.	Objeto	5
4.	Obligaciones de cumplimiento y de información	6
5.	Directrices sobre los instrumentos de gestión de la liquidez de los OICVM y los FIA de tipo abierto	7
5.1	Directrices sobre los principios generales	7
5.2	Directrices sobre IGL cuantitativos	9
5.2.1	Directrices sobre la suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos («suspensiones»)	9
5.2.2	Directrices sobre el bloqueo de reembolso	10
5.2.3	Directrices sobre la prórroga de plazos de preaviso	11
5.2.4	Directrices sobre el reembolso en especie	12
5.3	Directrices sobre los instrumentos de protección contra la dilución	12
5.3.1	Directrices sobre las comisiones de reembolso	14
5.3.2	Directrices sobre el ajuste del valor liquidativo	14
5.3.3	Directrices sobre el régimen de precios dobles	15
5.3.4	Directrices sobre el gravamen de protección contra la dilución (GPD)	15
5.4	Directrices sobre las carteras separadas de activos ilíquidos	16

1. **Ámbito de aplicación**

¿Quién?

1. Las presentes directrices se aplican a las autoridades competentes y los gestores de fondos.

¿Qué?

2. Las presentes directrices se aplican en relación con el artículo 18 *bis*, apartado 2, de la Directiva OICVM y el artículo 16, apartado 2, letras b) y c) de la Directiva GFIA.

¿Cuándo?

3. Las presentes directrices se aplicarán a partir de la fecha de aplicación de las normas técnicas de regulación a que se refieren el artículo 18 *bis*, apartado 3, de la Directiva OICVM y el artículo 16, apartado 2, letra g), de la Directiva GFIA.
4. No obstante lo dispuesto en el párrafo primero, en el caso de un fondo existente antes de la fecha de aplicación a que se refiere dicho párrafo, las presentes directrices se aplicarán doce meses después de esa fecha.

2. Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones

2.1 Referencias legislativas

Directiva GFIA	Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 ¹ .
Directiva OICVM	Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) ² .
Reglamento de la ESMA	Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión ³

2.2 Abreviaturas

FIA	Fondo de inversión alternativo
GFIA	Gestor de fondos de inversión alternativos
GPD	Gravamen de protección contra la dilución
IGL	Instrumentos de gestión de la liquidez
IPD	Instrumento de protección contra la dilución
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
VL	Valor liquidativo

¹ DO L 174 de 1.7.2011, p. 1.

² DO L 302 de 17.11.2009, p. 32.

³ DO L 331 de 15.12.2010, p. 84.

2.3 Definiciones

circunstancias excepcionales	acontecimientos, entornos operativos o marcos reguladores imprevistos que afecten significativamente a la capacidad del fondo para llevar a cabo sus actividades normales, lo que impediría temporalmente al gestor de fondos cumplir con las obligaciones en materia de financiación derivadas del pasivo del balance
gestor de fondos	<ul style="list-style-type: none">a) una sociedad gestora tal como se define en el artículo 2, apartado 1, letra b), de la Directiva OICVM;b) una sociedad de inversión que no haya designado una sociedad gestora autorizada con arreglo a la Directiva OICVM a que se refiere el artículo 30, párrafo primero, de dicha Directiva;c) un GFIA, tal como se define en el artículo 4, apartado 1, letra b) de la Directiva GFIA, que gestiona un FIA de tipo abierto
IGL seleccionados	los instrumentos de gestión de la liquidez (IGL) seleccionados por el gestor de fondos entre los incluidos en el anexo II, parte A, puntos 2 a 8, de la Directiva OICVM y en el anexo V, puntos 2 a 8, de la Directiva GFIA, es decir, bloqueo de reembolso o «redemption gate», prórroga de plazos de preaviso, comisión de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees»), ajustes del valor liquidativo o «swing pricing», régimen de precios dobles o «dual pricing», gravamen de protección contra la dilución o «anti-dilution levy» y reembolso en especie
IPD	comisión de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees»), ajustes del valor liquidativo o «swing pricing», régimen de precios dobles o «dual pricing», GPD o «Anti-Dilution Levy»

3. Objeto

5. Estas directrices se publican en virtud de los mandatos establecidos en la directiva por la que se modifican la Directiva GFIA y la Directiva OICVM (Directiva (UE)

2024/927 del Parlamento Europeo y del Consejo 4). Más concretamente, los mandatos del artículo 18 *bis*, apartado 4, de la Directiva OICVM y del artículo 16, apartado 2, letra h), de la Directiva GFIA establecen que la ESMA debe elaborar directrices sobre la selección y calibración de los instrumentos de gestión de la liquidez por parte de los OICVM y los GFIA para la gestión del riesgo de liquidez y la reducción de los riesgos para la estabilidad financiera.

6. Las presentes directrices también se basan en el artículo 16, apartado 1, del Reglamento de la ESMA.
7. Si bien la responsabilidad principal de los IGL sigue recayendo en los OICVM y los GFIA, el objetivo de las presentes directrices es establecer prácticas de supervisión coherentes, eficientes y eficaces, y garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión, en particular del artículo 18 *bis*, apartado 2, de la Directiva OICVM y del artículo 16, apartado 2, letras b) y c), de la Directiva GFIA, en relación con la selección, activación y calibración de los IGL.

4. Obligaciones de cumplimiento y de información

4.1. Categoría de las directrices

8. Con arreglo al artículo 16, apartado 3, del Reglamento de la ESMA, las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible para cumplir con estas directrices.
9. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices les darán cumplimiento mediante su incorporación a sus ordenamientos jurídicos o de supervisión nacionales según corresponda, incluso en aquellos casos en los que determinadas directrices estén dirigidas fundamentalmente a los participantes en los mercados financieros. En tales casos, las autoridades competentes garantizarán mediante su supervisión que los participantes en los mercados financieros cumplan con las directrices.

4.2. Requisitos de presentación de información

10. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices deberán notificar a la ESMA si las han adoptado o tienen intención de adoptarlas, con

⁴ Directiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de marzo de 2024, por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositaria y custodia y la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos (DO L 2024/927 de 26.3.2024).

indicación de los motivos en caso de no adoptarlas, en el plazo de dos meses a partir de la fecha de su publicación por la ESMA. En caso de que no lo notifiquen antes de este plazo, la ESMA considerará que las autoridades competentes no adoptan las directrices. En el sitio web de la ESMA se encuentra disponible un modelo para estas notificaciones.

11. Los participantes de los mercados financieros no están obligados a notificar si adoptan las presentes directrices.

5. Directrices sobre los instrumentos de gestión de la liquidez de los OICVM y los FIA de tipo abierto

5.1 Directrices sobre los principios generales

12. La responsabilidad principal de la gestión del riesgo de liquidez, así como de la selección, calibración, activación y desactivación de los IGL, sigue recayendo en el gestor de fondos. A la hora de seleccionar los IGL adecuados, los gestores de fondos tendrán especialmente en cuenta que los instrumentos elegidos permitan gestionar con eficacia el riesgo de liquidez del fondo en condiciones de mercado tanto normales como de tensión, y que la selección sea lo más exhaustiva posible para hacer frente a diferentes circunstancias.
13. De conformidad con el artículo 18 *bis*, apartado 2, de la Directiva OICVM y el artículo 16, apartado 2, letra b), de la Directiva GFIA, al seleccionar los IGL del anexo II, parte A, de la Directiva OICVM y del anexo V de la Directiva GFIA, los gestores de fondos evaluarán la idoneidad de dichos instrumentos a la luz de todos los factores pertinentes, incluidos, como mínimo, los siguientes:
 - a) la estructura jurídica del fondo y cualquier característica específica relativa a la forma en que está estructurado (p. ej., fondos cotizados, estructura de tipo principal-subordinado);
 - b) la estrategia de inversión y la política de inversión del fondo;
 - c) las condiciones de negociación del fondo, incluyendo, entre otras, la duración mínima del período de preaviso, el periodo mínimo de inversión, el periodo de liquidación, la política de reembolso y la frecuencia de negociación;
 - d) el perfil de liquidez del fondo y sus activos subyacentes, incluidas las demandas de liquidez anticipadas, teniendo en cuenta los reembolsos de los inversores y otras posibles fuentes de riesgo de liquidez derivadas del pasivo del balance del

fondo (p. ej., ajustes de los márgenes de garantía) en condiciones de mercado normales y de tensión, y los efectos en el perfil de liquidez del fondo de la activación de los IGL;

- e) los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez;
 - f) las características de la base de inversores del fondo;
 - g) la política de distribución del fondo;
 - h) cualesquiera otras barreras operativas y complejidades pertinentes que puedan afectar a la viabilidad de la aplicación de determinados IGL.
14. Si bien la Directiva OICVM y la Directiva GFIA exigen que se seleccionen al menos dos IGL adecuados de las listas que figuran en el anexo II, parte A, de la Directiva OICVM y en el anexo V de la Directiva GFIA, los gestores de fondos pueden optar por seleccionar más de dos herramientas, así como medidas de liquidez adicionales, con el fin de garantizar la resiliencia general del fondo y su capacidad para gestionar su liquidez en condiciones de mercado tanto normales como de tensión. Al seleccionar IGL o medidas de liquidez adicionales, los gestores de fondos evaluarán su idoneidad a la luz de todos los factores pertinentes, incluyendo al menos aquellos a que se refiere el apartado anterior.
15. Al seleccionar los dos IGL mínimos obligatorios, los gestores de fondos considerarán, cuando proceda, la conveniencia de seleccionar al menos un IGL cuantitativo (es decir, bloqueos de reembolso o «redemption gates» y prórroga de plazos de preaviso) y al menos un instrumento de protección contra la dilución (es decir, comisiones de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees»), ajuste del valor liquidativo o «swing pricing», régimen de precios dobles o «dual prices» y gravamen de protección contra la dilución o «Anti-Dilution Levy»), teniendo en cuenta la estrategia de inversión, la política de reembolso y el perfil de liquidez del fondo, así como las condiciones de mercado en las que podría activarse el IGL. En este contexto, los gestores de fondos pueden tener en cuenta la posibilidad de seleccionar un IGL que se utilizará en condiciones normales de mercado y un instrumento que se emplearía en condiciones de tensión en el mercado.
16. Cuando consideren la activación de IGL, los gestores de fondos evaluarán la conveniencia de activar dichas herramientas de forma individual o en combinación con IGL adicionales u otras medidas de liquidez.
17. Los gestores de fondos deberán poder demostrar, a petición de la autoridad competente, que la activación y calibración de los IGL seleccionados redundan en el interés de todos los inversores y son adecuados y eficaces a la luz de las condiciones

del mercado y las características pertinentes del fondo (p. ej., su perfil de liquidez, el tipo de activos subyacentes y la base de inversores).

18. Los gestores de fondos garantizarán que el nivel de las órdenes de suscripción y reembolso recibidas se trate de tal manera que impida que algunos inversores se beneficien de la información sobre la probabilidad de que se activen los IGL (p. ej., pueden alcanzarse umbrales de activación en el caso de bloqueos de reembolso).

5.2 Directrices sobre IGL cuantitativos

5.2.1 Directrices sobre la suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos («suspensiones»)

19. Los gestores de fondos considerarán la activación de suspensiones únicamente cuando concurren circunstancias excepcionales y cuando esté justificado teniendo en cuenta los intereses de sus inversores. A continuación se ofrece una lista no exhaustiva de circunstancias excepcionales en las que un gestor de fondos puede considerar la activación de suspensiones: dificultades para la valoración de los activos; problemas graves de liquidez (p. ej., debido a ajustes de los márgenes de garantía o a una retirada significativa) cuando la ejecución de la venta de activos subyacentes pueda causar problemas de liquidez para el fondo (p. ej., descuentos elevados en la venta de activos, dilución significativa para los inversores restantes); incidentes cibernéticos críticos que afecten a la capacidad de operar del fondo, del gestor de fondos o del prestador de servicios del fondo; cierres imprevistos del mercado, restricciones a la negociación y cierre de centros de negociación; crisis financiera o política grave; detección de fraudes significativos y catástrofes naturales.
20. Las suspensiones podrán incluir la suspensión del cálculo del valor liquidativo (VL), en particular en caso de incertidumbre en la valoración y cuando no sea posible calcular el VL del fondo o los fondos. En otros casos, y siempre que sea posible, el gestor de fondos seguirá valorando los activos del fondo y publicará un VL para garantizar que se facilite información adecuada a los inversores, incluido el hecho de que el fondo está cerrado para suscripciones, recompras y reembolsos.
21. Aunque en determinadas circunstancias se pueden activar las suspensiones mientras el gestor de fondos toma una decisión sobre la liquidación del fondo, los gestores de fondos se asegurarán de que dicha activación sea solo temporal (es decir, con la intención de no suspender el fondo de forma permanente, sino de reabrirlo o liquidarlo, o, si fuese necesario, de activar carteras separadas de activos ilíquidos (compartimento de propósito especial o «side pocket») en un momento determinado).

22. Los gestores de fondos considerarán que las calibraciones pertinentes para las suspensiones incluyan lo siguiente:
- a) criterios de evaluación y seguimiento de las condiciones que motivaron su activación;
 - b) criterios para revisar y, en su caso, modificar la decisión de suspensión, así como el cambio en las circunstancias que lo justificarían.

5.2.2 Directrices sobre el bloqueo de reembolso o «redemption gates»

23. Los gestores de fondos considerarán la selección de bloqueos de reembolso o «redemption gates» para todos los fondos, ya que todos los activos podrían sufrir problemas de liquidez en condiciones de tensión en los mercados, y la activación de este instrumento de gestión de la liquidez puede ser útil para evitar las suspensiones.
24. Se debe considerar la selección de bloqueos de reembolso o «redemption gates» especialmente por parte de:
- a) gestores de fondos con una base de inversores concentrada, cuando un reembolso de gran magnitud pueda causar problemas de liquidez al fondo y afectar a los inversores, en particular a los restantes;
 - b) gestores de fondos cuyos activos puedan ser menos líquidos, intrínsecamente ilíquidos o sean susceptibles de volverse ilíquidos en condiciones de tensión en el mercado, o cuyos activos puedan tardar más tiempo en venderse.
25. Los gestores de fondos considerarán la activación de bloqueos de reembolso o «redemption gates» en las solicitudes de reembolso cuando se supere el umbral. La activación de bloqueos de reembolso o «redemption gates» puede ser menos adecuada cuando un fondo tiene problemas de valoración, en cuyo caso el gestor puede considerar el uso de otros instrumentos de gestión de la liquidez (p. ej., suspensiones junto con la suspensión del valor liquidativo).
26. Los gestores de fondos calibrarán el umbral de activación para garantizar su correcto funcionamiento, de modo que se pueda activar un bloqueo de reembolso o «redemption gates» siempre que el gestor de fondos necesite limitar los reembolsos cuando ello redunde en interés de los inversores. A la hora de calibrar dicho umbral, los gestores de fondos tendrán debidamente en cuenta:
- a) la frecuencia de cálculo del VL;
 - b) el objetivo de inversión del fondo;

- c) la liquidez de los activos subyacentes;
 - d) las condiciones actuales del mercado;
 - e) los flujos de tesorería esperados.
27. Los gestores de fondos no restringirán el uso de bloqueos de reembolso o «redemption gates» en lo que respecta al período máximo durante el cual pueden utilizarse (duración máxima de los bloqueos) o al número máximo de veces que pueden activarse (uso máximo de los bloqueos), siempre que la activación de dichos bloqueos siga siendo de carácter temporal. El gestor de fondos determinará estas cuestiones en función de cada caso.
- 27.*bis* Los gestores de fondos de inversión alternativos (FIA) sin inversores minoristas y con un número limitado de inversores profesionales considerarán la posibilidad de establecer bloqueos de reembolso a nivel de inversor, ya sea de forma exclusiva o en combinación con bloqueos a nivel de fondo, con el fin de reducir la ventaja del primer inversor en reembolsar.

5.2.3 Directrices sobre la prórroga de plazos de preaviso

28. Los gestores de fondos considerarán la selección de la prórroga de plazos de preaviso para todos los fondos. No obstante, dado que este IGL proporciona tiempo adicional para liquidar los activos subyacentes, se deberá prestar especial atención a su uso en relación con:
- a) fondos cuya liquidez pueda verse especialmente mermada en tiempos de tensión en el mercado;
 - b) FIA que inviertan en activos menos líquidos y, en particular, fondos inmobiliarios y de capital no cotizado, que ya deberían tener una frecuencia de reembolso adecuada en función del nivel de liquidez de sus activos en condiciones de mercado normales.
29. Los gestores de fondos considerarán la activación de la prórroga de plazos de preaviso en condiciones de mercado tanto normales como de tensión, teniendo en cuenta que puede tener especial utilidad en determinadas circunstancias, por ejemplo, en caso de presiones de reembolso.
30. Los gestores de fondos evaluarán detenidamente si la activación de la prórroga de plazos de preaviso es adecuada para los OICVM en condiciones normales de mercado, teniendo en cuenta la liquidez de sus activos y el mejor interés de los inversores.

31. A fin de no provocar un aumento de las solicitudes de reembolso, los gestores de fondos calibrarán cuidadosamente la duración de la prórroga de plazos de preaviso, teniendo en cuenta el tiempo necesario para una liquidación ordenada de los instrumentos subyacentes que redunde en interés de los inversores.

5.2.4 Directrices sobre el reembolso en especie

32. Cuando seleccionen el reembolso en especie, los gestores de fondos deberán tener en cuenta lo siguiente:
- a) la estructura del fondo;
 - b) la concentración de inversores;
 - c) los tipos de activos; y
 - d) las correspondientes restricciones que son de aplicación cuando el reembolso en especie solo se active con inversores profesionales, de conformidad con el artículo 18 *bis*, apartado 2, de la Directiva OICVM y el artículo 16, apartado 2, letra b), de la Directiva GFIA.

5.3 Directrices sobre los instrumentos de protección contra la dilución

33. Los gestores de fondos considerarán la selección de instrumentos de protección contra la dilución (IPD) para todos los tipos de fondos a fin de reducir una dilución significativa para los inversores y la posible ventaja del primer inversor en reembolsar.
34. Los gestores de fondos evaluarán cuidadosamente los diferentes niveles de activación de IPD a nivel de fondo, así como fijar con antelación umbrales de activación adecuados y revisarlos periódicamente a fin de evitar cualquier impacto significativo de la dilución para los inversores en condiciones de mercado tanto normales como de tensión, y en función de la estrategia de inversión, los activos gestionados, el tamaño y las características de la cartera, el coste estimado de la liquidez, el perfil de los inversores, el perfil de liquidez de cada fondo y los flujos históricos del fondo.
35. Los gestores de fondos tendrán en cuenta que la activación de IPD puede resultar más difícil en determinadas situaciones, por ejemplo, cuando la liquidez del mercado es limitada o existe incertidumbre en la valoración. En esos casos, los gestores de fondos pueden considerar el uso de otros IGL además de los IPD (p. ej., IGL cuantitativos).

36. Los gestores de fondos garantizarán que la activación de IPD no afecte a su obligación de valorar todos los activos de forma imparcial y adecuada en todo momento.
37. Los gestores de fondos activarán los IPD en condiciones de mercado tanto normales como de tensión para imponer los costes estimados de liquidez a los inversores que realizan suscripciones o reembolsos. El coste estimado de la liquidez debería:
- a) incluir los costes de transacción explícitos de las suscripciones, recompras o reembolsos;
 - b) tener en cuenta los costes de transacción implícitos, incluido cualquier impacto significativo en el mercado derivado de las compras o ventas de activos, solo cuando sea apropiado para la estrategia de inversión y se estimen con la debida diligencia. Para estimar el impacto en el mercado podría ser razonable analizar transacciones anteriores en condiciones de mercado similares a fin de comparar la diferencia entre el precio en el momento en que se realizó la orden y el precio de ejecución;
 - c) tomar como punto de partida los costes asociados a la transacción de una parte proporcional de todos los activos de la cartera (es decir, aplicar el «enfoque proporcional»), a menos que no represente una estimación razonable del coste real de liquidez. Cuando el enfoque prorata no represente una estimación razonable del coste de liquidez, la estimación puede ajustarse para reflejar con mayor exactitud el coste de liquidez previsto cuando se realizan transacciones con determinadas posiciones individuales de la cartera. Los gestores de fondos pueden considerar la posibilidad de utilizar el coste proporcional en tiempos de tensión en el mercado, que es cuando resulta más pertinente para mitigar el posible impacto de la dilución para los inversores restantes.
38. A fin de garantizar que la calibración de los IPD refleje eficazmente los costes estimados de liquidez, tal y como se indica en el párrafo anterior, el gestor de fondos revisará periódicamente la calibración y la ajustará cuando sea necesario.
39. Los gestores de fondos deberán poder demostrar, a petición de la autoridad nacional competente pertinente, que la calibración de los IPD es justa y razonable en condiciones de mercado tanto normales como de tensión, teniendo en cuenta el mejor interés de los inversores.

5.3.1 Directrices sobre las comisiones de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees»)

40. Los gestores de fondos pueden considerar la selección de comisiones de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees») para todos los tipos de fondos. No obstante, podrían ser más útiles en relación con:
- a) fondos que invierten en activos que tienen costes de transacción fijos, transparentes o previsibles, como honorarios de agencias inmobiliarias o gastos de notaría, o cuyos costes de transacción son poco variables (por ejemplo, impuestos fijos y gravámenes sobre transacciones inmobiliarias);
 - b) fondos que se invierten en activos menos líquidos, para los que otros IPD, como el ajuste del valor liquidativo, podrían resultar difíciles o imposibles de aplicar debido a la escasa frecuencia y a las limitaciones de las fuentes de precios.
41. Al calibrar el rango predeterminado de comisiones de reembolso (descuentos a favor del fondo o «redemption fees»), los gestores de fondos aplicarán una metodología que, en caso de ser estática, permita revisarlo y ajustarlo a fin de reflejar el coste más elevado de la liquidez o unas condiciones de tensión en el mercado.

5.3.2 Directrices sobre el ajuste del valor liquidativo («swing pricing»)

42. Los gestores de fondos considerarán la selección del ajuste del valor liquidativo o «swing pricing» para los fondos cuyos activos subyacentes se negocian activamente y cuya información sobre los costes de negociación (diferencial entre el precio de compra y el de venta) está disponible y se actualiza con frecuencia, en particular, cuando los fondos invierten principalmente en activos con costes de liquidez que dependen de las condiciones del mercado. Los gestores de fondos tendrán en cuenta que el ajuste del valor liquidativo puede ser menos adecuado cuando no se disponga fácilmente de los costes de negociación.
43. Los gestores de fondos adoptarán la decisión de activar un modelo específico de ajuste del valor liquidativo o «swing pricing» (es decir, total o parcial con un factor de fluctuación único o escalonado), así como la calibración del factor de fluctuación, en función de las condiciones del mercado, con arreglo a una metodología que determine el gestor de fondos.
44. En la calibración del ajuste del valor liquidativo o «swing pricing», los gestores de fondos garantizarán que el coste estimado de la liquidez, a la luz de las condiciones del mercado y en consonancia con los principios del apartado 37, se incorpore al

factor de fluctuación, incluyéndose, cuando proceda, cualquier impacto significativo en el mercado derivado de las operaciones.

45. Los gestores de fondos pueden establecer un factor de fluctuación máximo. En caso de que el ajuste del factor de fluctuación o «swing factor» supere el factor de fluctuación máximo o «swing factor», el gestor de fondos deberá poder justificar *a posteriori* el factor de fluctuación o «swing factor» aplicado cuando así lo exija la autoridad competente.

46. Los gestores de fondos garantizarán que la decisión de recalibrar el factor de fluctuación o «swing factor» máximo esté justificada y se adopte en interés de los inversores.

5.3.3 Directrices sobre el régimen de precios dobles («dual pricing»)

47. Los gestores de fondos considerarán la selección del régimen de precios dobles o «dual pricing» como una opción que puede ser adecuada para los fondos que invierten sobre todo en activos cuyos costes de liquidez se reflejan principalmente mediante un diferencial entre el precio de compra y el de venta.

48. Si bien el régimen de precios dobles o «dual pricing» puede ser más adecuado para los fondos que invierten en activos cuyos costes de liquidez están compuestos principalmente por el diferencial entre el precio de compra y el de venta, los gestores de fondos tendrán en cuenta por separado cualquier impacto significativo en el mercado o los costes de transacción explícitos mediante un ajuste adicional del VL.

5.3.4 Directrices sobre el gravamen de protección contra la dilución o «Anti-Dilution Levy» (GPD)

49. Los gestores de fondos considerarán que el gravamen de protección contra la dilución o «Anti-Dilution Levy» (GPD) es especialmente adecuado para fondos:

- a) con una alta concentración de inversores (es decir, un número reducido de inversores), para hacer frente al riesgo de que uno o varios inversores puedan reembolsar íntegramente sus participaciones en un breve plazo de tiempo;
- b) con una fuerte actividad de suscripción y/o reembolso que podría afectar negativamente a los inversores actuales del fondo (p. ej., los fondos más pequeños en términos de VL podrían verse más afectados por el coste de la liquidez provocado por los reembolsos de gran magnitud);

- c) que invierten en activos menos líquidos (p. ej., bonos de alto rendimiento y acciones de pequeña capitalización);
 - d) cuando la información sobre los costes de negociación (diferencial entre el precio de compra y el de venta) es de acceso generalizado (p. ej., fondos que invierten en activos con costes de liquidez que dependen de las condiciones del mercado).
50. Los gestores de fondos tendrán en cuenta que el GPD puede activarse de forma continua o dinámica en función de umbrales y activadores predefinidos.
51. Aunque el GPD puede aplicarse uniformemente en condiciones normales de mercado, los gestores de fondos revisarán su calibración en función de las condiciones cambiantes del mercado a fin de garantizar su eficacia para preservar la liquidez del fondo.
52. Los gestores de fondos calibrarán el gravamen de protección contra la dilución basándose en los mismos factores utilizados para calibrar los factores de fluctuación, es decir, la calibración del GPD incluirá todos los costes de transacción explícitos e implícitos estimados, cuando proceda y de conformidad con los principios del apartado 37, y deberá revisarse y, en su caso, ajustarse para garantizar que el gravamen pueda cambiar periódicamente en función de las condiciones del mercado.

5.4 Directrices sobre las carteras separadas (Compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos

53. Los gestores de fondos considerarán la activación de carteras separadas (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos únicamente en circunstancias excepcionales y cuando esté justificado teniendo en cuenta los intereses de sus inversores. A continuación se ofrece una lista no exhaustiva de circunstancias excepcionales en las que un gestor de fondos puede considerar la activación de carteras separadas (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos:
- a) incertidumbre significativa en la valoración y/o iliquidez de una parte específica de la cartera del fondo para la que no existe un mercado activo y/o cuya negociación está prohibida (p. ej., debido a sanciones), y/o para la que no se dispone temporalmente de una valoración razonable, con el fin de separarla del resto del fondo (para que dicha parte pueda permanecer abierta a los inversores);
 - b) fraude, crisis financiera o guerra que afecte a un determinado sector o región.

54. Al calibrar las carteras separadas (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos, los gestores de fondos considerarán:
- a) determinar las circunstancias para activar una cartera separada (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos y definir en qué momento dejan de darse dichas condiciones;
 - b) establecer los criterios para evaluar y supervisar las condiciones que motivaron el uso de la cartera separada (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos;
 - c) la conveniencia de asignar cierta cantidad de efectivo para gestionar las posibles responsabilidades de las carteras separadas (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos;
 - d) los criterios para revisar y, en su caso, modificar la decisión de activar la cartera separada (compartimento de propósito especial o «side pocket») de activos ilíquidos y las circunstancias cambiantes que lo justificarían.

