

## Directrices sobre las herramientas de gestión de liquidez (LMT)

### 1. Directrices sobre los principios generales

Las LMT seleccionadas permitirán gestionar eficazmente el riesgo de liquidez del fondo en condiciones normales y estresadas de mercado. Las LMT no serán la única herramienta para gestionar el riesgo de liquidez y no justificarán problemas de liquidez por su estructura, decisiones de inversión, gestión inadecuada del riesgo u otros.

La activación y desactivación de las LMT no debe eximir de las obligaciones en materia de mejor ejecución, elegibilidad de los activos, valoración razonable, gestión del riesgo de liquidez y trato justo a los inversores, así como de la obligación de garantizar la coherencia entre la estrategia de inversión, el perfil de liquidez y la política de reembolso.

Al seleccionar LMT, se evaluará la idoneidad de esas herramientas en relación con:

- a) la estrategia de inversión y la política de inversión seguidas por el fondo;
- b) la estructura del fondo en términos, entre otros, de la duración del periodo de notificación, periodo de bloqueo, periodo de liquidación y frecuencia de negociación;
- c) el perfil de liquidez del fondo y sus activos, así como las necesidades de liquidez, (reembolsos y otras posibles fuentes del pasivo como llamadas de margen);
- d) la política de reembolso del fondo y las características de su base de inversores; y
- e) la política de distribución del fondo.

Se podrán seleccionar más LMT y medidas de liquidez adicionales.

En la selección de las dos LMT mínimas obligatorias, los gestores deben considerar, cuando corresponda, la conveniencia de seleccionar al menos una LMT de base cuantitativa (1) Suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos, 2) Bloqueo de reembolsos, 3) Prórroga de plazos de preaviso) y al menos una LMT antidilutiva (4) Comisión de reembolso, 5) Ajuste del valor liquidativo (swing pricing), 6) Régimen de precios dobles, 7) Gravamen de protección contra la dilución. También pueden considerar una LMT para condiciones normales y una para estresadas.

Al activar las LMT, se evaluará si se activan de forma individual o combinada u otras medidas de liquidez. Su activación y calibración será en el mejor interés de todos los inversores y condiciones de mercado prevalecientes, y no deben alterar ni cambiar los objetivos, la política, el perfil o las características de inversión del fondo.

Al activar y calibrar los LMT, los gestores deben asegurarse de que no exista posibilidad de modificar las órdenes después de su procesamiento.

El depositario debe tener procedimientos de verificación adecuados para comprobar que los fondos han establecido procedimientos documentados para las LMT.

## 2. Directrices sobre los principios de gobernanza

Las LMT seleccionadas, la metodología para su calibración, así como las condiciones para su activación, deben detallarse en una política de LMT documentada dentro del proceso de gestión del riesgo de liquidez, que debe adaptarse a la naturaleza, escala, complejidad y perfil de liquidez del fondo(s).

La política de LMT debe incluir al menos los siguientes aspectos:

- a) criterios claros y objetivos para la selección y para su activación/desactivación;
- b) metodología para la activación y desactivación de los LMT, así como la calibración;
- c) marco de gobernanza para la selección, activación, desactivación y calibración y para la frecuencia de seguimiento y revisión de la calibración de un LMT activado;
- d) descripción del papel de la alta dirección, incluido el órgano de gobierno y el personal involucrado en la toma de decisiones;
- e) papel y supervisión de control interno (riesgos, cumplimiento normativo y auditoría);
- f) gestión de conflictos de interés y, cuando no se puedan evitar, cómo se gestiona y mitiga su impacto para evitar que las LMT puedan aumentar o reducir artificialmente el VL o evitar su utilización para beneficiarse de suscripción o reembolso más ventajosas;
- g) procedimientos para garantizar la disponibilidad operativa y la eficacia de la gestora y de las partes interesadas pertinentes en caso de activación de las LMT y de presentación de informes y suministro de información;
- h) disponibilidad de datos para la activación y calibración, su justificación y revisión;
- n) comprobaciones rutinarias, incluidas pruebas retrospectivas, sobre su activación;
- o) procedimientos para garantizar registros sobre la activación, desactivación y calibración y sus razones; y los datos relevantes sobre los fondos, los inversores, los flujos históricos, los resultados y los datos de mercado;
- p) procedimientos para una comunicación eficaz y eficiente con los inversores y partes interesadas (por ejemplo: factores y umbrales), y el proceso de notificación a la ANC.

Para LMT antidilutivas, la política incluirá la naturaleza de los costes tomados en cuenta y su distribución entre los inversores, así como la metodología de estimación, basada en criterios documentados y justificables y revisarse al menos cada seis meses.

## 3. Directrices sobre LMT de base cuantitativa

### 3.1. Directrices sobre suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos (1)

**Activación:** circunstancias excepcionales como eventos imprevistos y/o entornos operativos/regulatorios que reducen la capacidad para realizar actividades comerciales.

Una lista no exhaustiva incluye: dificultades de valoración; problemas graves de liquidez (llamadas de margen o retiros significativos) donde la venta de activos podría causar problemas de liquidez para el fondo (grandes descuentos en las ventas o gran dilución de los inversores); incidente cibernético crítico que afecte a la operativa; cierres de mercado imprevistos, restricciones comerciales, cierre de lugares de negociación; crisis financiera y/o política grave; identificación de fraude significativo; desastre natural.



## NOTA TÉCNICA

La LMT puede aplicarse junto con una suspensión del cálculo del VL, en caso de valoración incierta y cuando no sea posible calcular el VL. Siempre que sea posible, el gestor debe seguir valorando los activos del fondo y publicar un VL.

La activación de esta LMT debe tener un plan detallado que debe estar en línea con la política LMT y debe incluir, cuando sea pertinente, elementos de la siguiente lista:

- a) descripción de circunstancias de activación y análisis sobre si se utilizan otras LMT;
- b) duración tentativa del uso y un cronograma para reanudar operaciones normales;
- c) simulación del perfil de liquidez del fondo durante y después del estrés del mercado;
- c) evaluación del impacto de la LMT en los inversores;
- d) plan de comunicación a inversores, partes interesadas, proveedores y ANC;
- e) si la suspensión implicará una suspensión del cálculo del VL y sus consecuencias;
- f) plan de salida (procedimientos de reapertura, plazos, costes y contingencias);
- i) evaluación de los riesgos legales y de cumplimiento asociados con la LMT; y
- l) si es imposible reanudar las operaciones, proceso para liquidar o activar separación.

**Calibración:** Las calibraciones pertinentes deben incluir:

- a) la determinación del umbral de activación de una suspensión teniendo en cuenta los requisitos legales y reglamentarios. Debe evitarse cualquier enfoque automático;
- b) los criterios para evaluar y monitorear las condiciones que motivaron la activación;
- c) determinación de cuándo las condiciones del párrafo b) ya no existen; y
- d) criterios para revisar la suspensión y las circunstancias que lo justificarían

### 3.2. Directrices sobre bloqueo de reembolsos (2)

Válida para cualquier fondo. Todos los activos pueden ser menos líquidos en mercados estresadas y puede evitar suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos.

Especialmente para fondos con concentración de inversores y activos menos líquidos durante condiciones de mercado estresadas o estructuralmente ilíquidos o difíciles de liquidar (por ejemplo, fondos inmobiliarios o fondos de capital riesgo).]

Podría ser menos adecuado en caso de problemas de valoración, que se puede considerar el uso de otras medidas de liquidez indirecta (por ejemplo, suspensiones).

**Activación:** considerar en casos de demandas significativas de liquidez de un fondo y puede ser automática o a discreción del gestor cuando se supera el umbral.

En caso de fondos para inversores minoristas, no debe activarse sistemáticamente para gestionar la liquidez del fondo día a día, sino en circunstancias específicas y calibrarse cuidadosamente, por ejemplo, para abordar tensiones de liquidez graves en las que la venta de activos subyacentes podría empeorar los problemas de liquidez del fondo.

Los umbrales de activación deben estar indicados en las normas del fondo, en los documentos de oferta o en los instrumentos de constitución.

**Calibración:** el umbral de activación debe funcionar de forma eficaz y en el mejor interés de los inversores en todo momento. Al calibrar dicho umbral, se tendrá en cuenta la frecuencia de cálculo del VL, el objetivo de inversión y la liquidez de los activos.

### 3.3. Directrices sobre la prórroga de los plazos de preaviso (3)

Válida para cualquier fondo porque crea un margen para vender sus activos, pero se recomienda para aquellos cuya liquidez puede deteriorarse rápidamente en estrés. Fondos con activos menos líquidos (fondos de bienes raíces y de capital privado).

**Activación:** en condiciones de mercado normales y de estrés, y puede ser útil en circunstancias específicas (presiones de reembolso y/o incertidumbre de valoración).

**Calibración:** considerar, cuando corresponda, el tiempo necesario para la liquidación ordenada de los instrumentos subyacentes en el mejor interés de los inversores. Para evitar un aumento de reembolsos, cuidado con el momento de su activación.

### 4. Directrices sobre herramientas antidilución (ADT)

Válidas para todos los fondos para mitigar la dilución material del inversor y la posible ventaja de los nuevos. En particular, fondos que invierten en activos menos líquidos o pueden volverse menos líquidos en condiciones de mercado estresadas.

Implementar sistemas, procedimientos y controles de conformidad con los requisitos regulatorios para el diseño, calibración y uso como parte de su marco de gestión del riesgo de liquidez. Identificar riesgos específicos y controles para su mitigación.

Considerar que comparten características similares y pueden ofrecer resultados similares. La Directiva no permite seleccionar solo swing pricing y precios dobles.

Evaluarán los niveles de activación del fondo y establecerán un umbral de activación apropiado para evitar la dilución en condiciones normales y estresadas, dependiendo de la estrategia de inversión, los activos, el tamaño y características de la cartera, el coste estimado de liquidez, el perfil del inversor, el perfil de liquidez y los flujos históricos.

La activación de los ADT puede resultar más complicada en determinadas circunstancias (liquidez de mercado limitada o incertidumbre en la valoración). En esos casos, considerar el uso de otros LMT cuantitativos además de los ADT.

La activación de ADT no debería afectar a valorar a valor razonable en todo momento.

Los ADT se pueden activar en condiciones normales y estresadas de mercado, para imponer a las suscripciones y/o reembolsos los costes estimados de liquidez, los cuales:

- a) incluirán los costes de transacción explícitos de suscripciones o reembolsos;
- b) considerarán los costes de transacción implícitos, incluyendo cualquier impacto significativo en el mercado de compras o ventas y se estime según el mejor método posible (por ejemplo analizar transacciones anteriores en condiciones similares para comparar la diferencia entre el precio al emitir la orden y el precio final de ejecución);
- c) inicialmente se sustentarán en los costes asociados a la negociación de una porción *pro rata* de todos los activos de la cartera («enfoque *pro rata*»), salvo que no represente una estimación justa del coste real de liquidez. Entonces, la estimación puede ajustarse para reflejar con mayor precisión el coste esperado de liquidez al negociar posiciones individuales seleccionadas de la cartera.

Para que la calibración de los ADT refleje de forma efectiva los costes estimados de liquidez, se debe revisar periódicamente la calibración y ajustarla cuando sea necesario.

### 4.1. Directrices sobre la comisión de reembolso (4)

Aplicable a cualquier fondo pero es más adecuado para los que invierten en activos:

- con costes de transacción fijos/transparentes/previsibles; o de baja variación
- menos líquidos donde otras LMT, como el swing pricing, podrían resultar difíciles o imposibles de implementar (por ejemplo: activos inmobiliarios) debido a fuentes de fijación de precios poco frecuentes y limitadas;
- que no tienen fuentes de fijación de precios frecuentes y fiables disponibles en varios mercados diferentes (a diferencia de otros activos, como las acciones).

**Activación:** pueden establecer umbrales de activación expresados como el tamaño de las órdenes de reembolso por encima de las cuales se cobrarán comisiones.

**Calibración:** aplicar una metodología que:

- garantice la cobertura del coste de liquidez, incluidos los costes explícitos e implícitos estimados (trazar un mapa de cuál sería el coste de liquidez dentro de los umbrales de reembolso predeterminados y cargar esos costes cuando corresponda);
- si es estática, permita su ajuste en condiciones de mercado estresadas;
- se informa en la documentación y el prospecto del fondo.

Se debe considerar si calibrar la comisión de reembolso como una comisión única o si se ajusta en función de un enfoque escalonado según los flujos netos del fondo.

### 4.2. Directrices sobre swing pricing (5)

Es más apropiado para fondos cuyos activos se negocian activamente y la información sobre precios (bid/ask) está disponible y se actualiza con frecuencia.

**Activación:** dinámica y basada en condiciones del mercado. Un sistema escalonado puede estar siempre activado sin efecto material en el VL para niveles bajos de flujos.

El fondo debe informar de las condiciones para la activación en condiciones normales y estresadas. El umbral de activación no debe revelarse para evitar ventajas.

**Calibración:** asegurar que el coste total de liquidez se incorpore en el swing factor.

El fondo debe informar un swing factor máximo para condiciones normales de mercado, pero también debe poder recalibrarlo para condiciones de mercado estresadas.

En caso de que el fondo cobre comisiones de rendimiento, debe considerar el VL antes de que se aplique el swing pricing.

### 4.3. Directrices sobre precios dobles (6)

Más adecuado para fondos que invierten en activos con costes de liquidez compuestos principalmente por el diferencial bid/ask. Menos adecuado para precios poco líquidos.

**Activación:** metodología en función del tipo de fondo y las condiciones del mercado:

- a) calcular dos NAV; o
- b) establecer un “diferencial ajustable” en torno al VL del fondo, en virtud del cual los activos se valoran sobre una base media del mercado, que el gestor debería calcular de forma verificable y basándose en criterios objetivos, y podría ser dinámico.

**Calibración:** cualquier impacto significativo en el mercado o costes de transacción explícitos deberían contabilizarse por separado mediante un ajuste adicional al VL.

#### 4.4. Directrices sobre el gravamen de protección contra la dilución (7)

Más adecuado para fondos que invierten en activos con costes de liquidez compuestos principalmente por el diferencial bid/ask. Menos adecuado para precios poco líquidos.

Adecuado para fondos:

- a) con una alta concentración de inversores;
- b) con niveles significativos de actividad de suscripción y/o reembolso;
- c) que invierten en activos menos líquidos (bonos HY o small caps).

**Activación:** puede activarse de forma continua o dinámica en función de umbrales y activadores predefinidos. La activación continua sirve contra los riesgos de dilución, desalentando los comportamientos comerciales a corto plazo.

**Calibración:** en función de los mismos factores utilizados para calibrar el swing pricing y debe adaptarse a las condiciones cambiantes para garantizar su eficacia.

### 5. Otras LMT

#### 5.1. Directrices sobre reembolsos en especie (8)

Deben tenerse en cuenta las restricciones existentes y su aplicación permitida solo a inversores profesionales y debe activarse en las fechas de cálculo del NAV a discreción del gestor, tal y como se prevé en el prospecto o los estatutos del fondo.

En caso de activación de reembolsos en especie, un tercero independiente (por ejemplo, el auditor del fondo, el depositario) debe realizar la valoración del activo o los activos.

#### 5.2. Directrices sobre carteras separadas de activos ilíquidos (9)

**Activación:** solo en circunstancias excepcionales, como eventos imprevistos y/o entornos operativos/regulatorios que impactan materialmente en la capacidad del fondo para llevar a cabo funciones y actividades comerciales normales.

Antes de activarlo, debe formalizarse un plan detallado con:

- a) las estructuras de gobernanza sobre la gestión, el funcionamiento y la supervisión;
- b) consideraciones sobre el impacto en los inversores;
- c) un plan de comunicación para notificar y proporcionar actualizaciones;



## NOTA TÉCNICA

- d) un cronograma estimado que detalle la duración propuesta;
- e) una evaluación de los activos restantes del fondo;
- f) un plan de salida con procedimientos de terminación (plazos, costes y contingencias);
- g) una evaluación de los riesgos legales y de cumplimiento asociados;

En caso de activación, los inversores deben ser informados sobre:

- a) la estrategia detrás del establecimiento;
- b) los costes y gastos corrientes relevantes y cómo se gestionarán;
- c) cómo se pagarán las tarifas de operaciones diarias;
- d) los plazos esperados para realizar el valor inherente del activo o activos;
- e) si se facilitarán las actividades del mercado secundario en unidades/acciones;
- f) planes de contingencia si los activos no se puedan realizar/respetar los plazos; y

**Calibración:** se deben considerar:

- a) determinar las circunstancias para su activación;
- b) establecer criterios para evaluar y monitorear las condiciones que motivaron su uso;
- c) definir cuándo ya no existen dichas condiciones; y
- d) criterios para revisar y potencialmente revisar la decisión de su utilización.

## 6. Directrices sobre la divulgación a los inversores

Las gestoras deben realizar una divulgación adecuada sobre la selección, calibración y condiciones para la activación y desactivación de las LMT seleccionadas y disponibles en la documentación del fondo, las normas o los instrumentos de constitución, el prospecto y/o los informes periódicos, incluidas las razones de su activación, sus objetivos, las implicaciones de los diversos mecanismos y las estructuras de gobernanza en torno al proceso. Debe indicar que el objetivo principal de las LMT es facilitar un trato justo a los inversores, protegiendo a los que permanecen.

Proporcionar a los inversores información precontractual adecuada para ayudarlos a incorporar adecuadamente los costes de liquidez en sus decisiones de inversión.

En el caso de las ADT:

- a) deben explicar claramente y en términos no técnicos el motivo de la aplicación del gravamen antidilución y cómo se diferencia de una comisión de salida;
- b) los inversores deben estar preparados para soportar los costes de liquidez asociados con las transacciones de cartera que se les transfieran mediante el uso de ADT;
- c) los documentos del fondo recogerán detalles de los componentes de los costes para calcular el factor de ajuste, incluida la base de cálculo o estimación.

Para el bloqueo de reembolsos, los umbrales de activación deben divulgarse en la documentación del fondo, el prospecto y/o los informes periódicos.

La divulgación periódica ex post del uso histórico de LMT de un fondo puede ser útil para ayudar a los inversores a: i) comprender las posibles implicaciones de coste de canjear y suscribirse a un fondo de inversión en diferentes momentos, así como las situaciones en las que no podrían acceder a su capital; ii) mejorar la capacidad de supervisión por parte de las autoridades u otras partes interesadas.